

ゴールド・インベストメント・ダイジェスト

2010年第4四半期および2010年年間

2011年1月号 (英語版)

www.gold.org

概要

金の価格は10年連続で上昇しました。これは金を必要とする分野で需要が回復し、世界経済の不透明さが依然として続いているためです。堅調なパフォーマンスに加えてボラティリティも依然として低いため、金はポートフォリオを分散させる上で重要な存在となっています。

目次

価格動向	02
投資動向	06
市場と経済の影響	12
金市場動向	18
主要データ	24

寄稿者

Juan Carlos Artigas
juancarlos.artigas@gold.org

Johan Palmberg
johan.palmberg@gold.org

Eily Ong
eily.ong@gold.org

Louise Street
louise.street@gold.org

Marcus Grubb
marcus.grubb@gold.org

価格動向

ロンドン金価格(London PM fix、ロンドン午後決め値)は2010年には29%上昇し、年末に1,405.50米ドル/オンスに達しました。金のリターンはユーロと英ポンドベースで好調でした。これは欧州における債務危機の懸念が続いていたためです。2010年の金のパフォーマンスは株式や国債、コモディティ指数を上回り、一方で価格ボラティリティは長期平均と同水準の16%まで低下しました。

投資動向

投資家が2010年にETF(上場投資信託)を介して購入した金は361トンにのぼり、ETFの金保有残高は2,167トン(980億米ドル相当)と過去最高を記録しました。先物市場においては、COMEX(ニューヨーク商品取引所)における金先物のネット買い越し高は高い水準を維持しました。店頭市場での買い建玉は2010年第4四半期、また年間を通して大幅に増加しました。同様に、地金や金貨の投資需要は北米や欧州、中国、インド、中東で引き続き高い水準となっています。

市場と経済の影響

ポートフォリオのリスクとパフォーマンスのバランスを取るために投資家は代替的な投資を模索するようになり、世界経済の様々な出来事が金に有利に作用しました。第1に、ソブリン債務に関する懸念や量的緩和策の拡大によって、投資家は為替変動リスクをヘッジし、テール・リスクに対して備える戦略を探さなければならなくなりました。第2に、新興国における高い経済成長率によって、コモディティに対する需要が拡大し、高いインフレ率をもたらしました。

金市場動向

速報によると、2010年には主な金市場が回復し、特にインド市場は大きく反発したことがわかります。中国でも、金相場は依然としてその勢いを維持しているようです。テクノロジー分野における金の使用量は引き続き増加しました。欧州各国の中央銀行による金売却は引き続きわずかな量にとどまり、国際通貨基金(IMF)は金売却プログラムを完了しました。また、新興国の中央銀行は引き続き金準備を増やしています。

価格動向

金の価格は2010年も、10年連続で上昇しました。

特に第2・第4四半期は極めて堅調でした。上昇の理由としては、投資の活発化や、たとえば宝飾品業界やテクノロジー分野での需要回復などが考えられます。ロンドン金価格は12月30日には1,405.50米ドル/オンスに達し、前年比29.2%の上昇となりました。年間の平均価格も同じように、2009年の972.35米ドル/オンスから2010年には1,224.52米ドル/オンスに上昇しました(図1参照)。

2010年の金価格は何度も最高値を更新し、12月7日のロンドン金価格では1,420.00米ドル/オンスという高値で取引されました。四半期ごとの金価格は、前期比ベースでそれぞれ2.6%、11.5%、5.1%、7.5%増加しました。2010年の年間平均価格も、前年の972.35米ドル/オンスから1,224.52米ドル/オンスに上昇しました。2010年に何度も最高値を更新した金価格はその後、年末から2011年1月にかけてはある程度下落しましたが、このような動きは過去にも見られ、珍しいことではありません。こうした変化をより広い視点で見ると、ロンドン金価格で2010年の最高値を記録した12月7日から本レポート執筆時点の2011年1月14日までに、金価格は3.7%下落しました。しかし、過去10年間の平均ボラティリティは4.9%ですから、月次の下落幅は1標準偏差の範囲よりかなり少ないのです。

金はその長期的需給動向やいくつかのマクロ経済要因によって、魅力的な投資資産としての地位を引き続き確保しています。第1に、先進国の経済成長の先行きに対する不安が続いています。特に欧州の国々では、ソブリン債務危機やそれが他国へと波及するのではないかと懸念がその背景にあります。そして欧州の投資家は、為替変動リスクのヘッジ手段として金に注目するようになりました。第2に、米国や英国、日本の中央銀行による量的緩和策の延長・拡大によって、金は引き続き魅力的な投資対象になりました。また、様々な通貨に対する米ドル下押し圧力と、インドや中国をはじめとする多くの国々における高いインフレ期待とが相まって、金の価格を押し上げることになりました。第3に、公的部門の動きが引き続き金市場に有利に働いたことがあげられます。欧州各国の中央銀行による金売却はごくわずかにとどまり、国際通貨基金(IMF)は限定的金売却プログラムを完了しました。一方で新興国市場のいくつかでは、中央銀行が引き続き金準備を増やしています。

図1: 金価格(London PM fix、米ドル/オンス)



Source: The London Bullion Market Association

第4に、2010年第4四半期のデータはまだ確定していませんが、第3四半期までは宝飾品の消費は堅調に推移しました。たとえば、インドの消費量は世界金融危機以前と同レベルに達する勢いで、中国での消費量も引き続きかなりの割合で増加しました。またこうした国々では、金市場をより快適に利用できるようにする最新の投資手段の登場にもある程度後押しされて、投資需要が拡大を続けました。最後に、エレクトロニクスをはじめとする様々なテクノロジー分野における金の使用量も引き続き安定して増加しました。

先進国市場

2010年の金価格はほとんどの先進国通貨で最高値を更新しましたが、注目すべきは豪ドルが例外だったことです(表1参照)。ただし、2010年の米ドルやユーロ、英ポンドにおける金のパフォーマンスは年間を通して、特に第4四半期には堅調でした。欧州では債務危機が続いたため、欧州の投資家は為替リスクのヘッジ手段として金を活用しました。同様に、米国の雇用が弱含みで推移し、連邦準備制度理事会(FRB)の金融政策の影響もあり、米国内外の多くの投資家にとっては金がひとつの投資対象資産となりました。たとえば2010年の金の価格は、ユーロと英ポンド、米ドルでそれぞれ39.7%、34.9%、29.2%上昇しました。一方でスイスや日本、オーストラリア、またカナダでもある程度は、通貨相場の上昇によって金相場の上昇が抑えられ、多くの場合15.0%程度の上昇にとどまりました。さらにオーストラリアでは、2010年には景気が力強く回復し、本国通貨も米ドルに対して上昇したため、同年中の金価格は2009年2月20日に記録した1,535.24豪ドル/オンスを上回ることはありませんでした。

2010年先進国市場の多くは、経済成長率が低迷するという見通しが懸念され、リスク回避志向とネガティブな投資家心理に支配されました。その結果、多くの金融資産が高いパフォーマンスを示したにもかかわらず、米国と欧州の株式はわずかな上昇にとどまりました。たとえばS&P500種株価指数は12.8%上昇し、一方で欧州の株式に大きく重みを置いているMSCIワールド・インデックス(除く米国)は米ドルベースで6.2%の上昇でした。同様に米国債のパフォーマンスも、Barclays 米国国債総合指数ではわずか年5.9%の上昇でした。一方、ドイツと中国では工業用需要が改善し始めたため、2010年のS&P GSCIコモディティ指数は20.4%上昇しました。このことは、原油価格に対する上昇圧力(2010年12月末の原油価格は22.2%上昇し、前年の77.20米ドル/バレルから94.30米ドル/バレルになった)によっても裏付けられました。

リスク調整後ベースでも、投資家がポートフォリオに組み入れている他のほとんどの資産と比べて、金は2010年に良好なパフォーマンスを示しました(図2参照)。金は株式市場やコモディティ市場だけでなく、通常はボラティリティがかなり低い米国債などの資産をアウト・パフォーマンスしました。金は、良好なパフォーマンスに加え、相対的にボラティリティが低く、他の多くの資産との相関関係も低いことから、ポートフォリオの分散やリスク管理戦略にとって理想的な資産候補です。

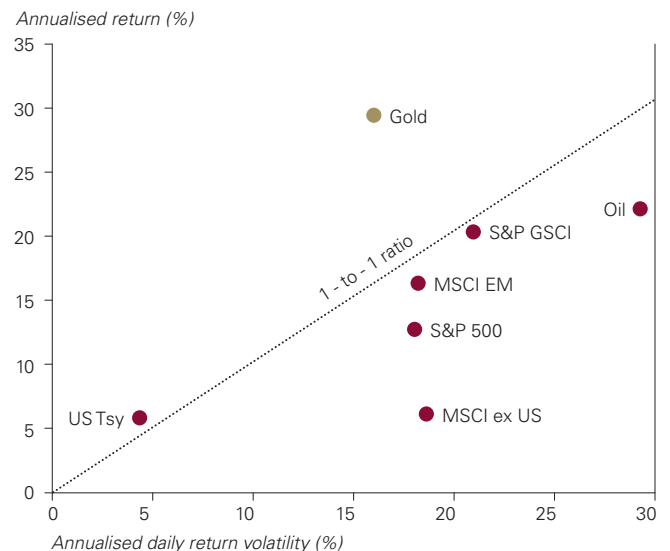
表1: 金のパフォーマンス - 先進国市場

	Last price 31 Dec 2010	2010 max	2010 min	% QoQ	% YoY	% Vol*
US\$/oz	1,405.50	1,421.00	1,058.00	7.5	29.2	16.1
GBP/oz	913.02	913.02	671.91	9.9	34.9	16.8
EUR/oz	1,059.71	1,070.97	758.42	10.4	39.7	17.3
CHF/oz	1,316.81	1,432.15	1,127.03	2.7	16.8	15.6
JPY/oz	114,885.57	118,243.40	94,489.98	5.3	14.4	18.1
CAD/oz	1,407.33	1,432.50	1,116.61	4.6	22.7	17.0
AUD/oz	1,388.29	1,509.94	1,196.30	2.6	14.2	17.4

*Annualised volatility based on daily returns.

Source: London Bullion Market Association, Bloomberg, WGC

図2: 各資産のリターンと日次リターン・ボラティリティの比較 (年率換算、2009年末から2010年末まで)



Note: For comparison purposes, gold performance was computed using 5pm EST prices.

Source: Bloomberg, Barclays Capital

新興国市場

2010年には第4四半期を含め、多くの新興国通貨が米ドルに対して上昇しました。新興国市場の株式は、MSCI エマージング・マーケット・インデックスで見ると米ドルベースで16.4%上昇し、世界の株式市場において最も高いパフォーマンスを示しましたが、これは主に新興国の経済が力強く回復したことによるものです。

新興国の株式市場には年間を通して多額の資本が流入し、また一部の新興国通貨は他の通貨に対して強くなりました。一方金の価格はトルコリラ (TRY) とロシア・ルーブル (RUB) ベースでそれぞれ30.4%、33.1%上昇しました。これは1つには異常気象、そしてもう1つは欧州との貿易上のつながりが両国通貨の対米ドル価値に不利に働いたことの2つが組み合わされたことによるものです(表2参照)。

また他方では、南アフリカ・ランド (ZAR)、インド・ルピー (INR) や中国・元 (CNY) もやや対米ドルで上昇したため、これらの通貨ベースでの金価格はそれぞれ16.6%、23.9%、25.0%の上昇に留まりました。実際のところ、豪ドルと同じように、2010年の南アフリカ・ランドの金価格は2009年の前半に付けた10,011.00ランド/オンスという最高値を更新することはありませんでした。これは、コモディティに対する世界的な需要の拡大を背景とし、大量のコモディティ生産国であるこれらの国々の通貨が上昇したためです。インドでは、2010年の金の年間平均価格は1,799.63ルピー/グラム (55,973.94ルピー/オンス)、第4四半期では1,970.83ルピー/グラム (61,298.74ルピー/オンス) でした。中国では、元が2010年を通して対米ドルで3.2%と緩やかに上昇したため、中国の購入者は米国の購入者ほど金価格の上昇を感じるということはありませんでした。全体的には、インドと中国における持続的な経済成長が通貨の上昇と一体となって、宝飾品部門における需要だけでなく、特にインフレが徐々に進行するなかで投資手段としても金の需要を支えてきたと言えます。

表2: 金のパフォーマンス – 新興国市場

	Last price 31 Dec 2010	2010 max	2010 min	% QoQ	% YoY	% Vol*
RUB/oz	42,966.14	44,204.60	32,323.29	7.4	30.4	16.5
TRY/oz	2,184.43	2,196.72	1,609.55	15.4	33.1	17.2
CNY/oz	9,277.42	9,441.12	7,223.07	6.1	25.0	15.8
INR/oz	63,022.62	63,608.41	49,435.05	7.2	23.9	15.5
ZAR/oz	9,367.52	9,811.51	8,033.58	2.7	16.6	17.0

*Annualised volatility based on daily returns.

Source: LBMA, Bloomberg, WGC

コモディティのパフォーマンス

新興国や一部の先進国で消費者心理と投資家心理が改善するにつれて、2010年にはコモディティに対する需要が高まりました。その結果、コモディティの価格は上昇し、年間を通してほとんどの場合2桁のリターンを達成しました。注目すべきは在庫水準の低さと中国からの需要が増え続けていること(中国は工業用金属では総需要の40%を占めています)で、こうした点がコモディティ価格の上昇にプラスに作用しました。第4四半期も例外ではなく、コモディティ価格は2010年の第1四半期から第3四半期までと同じような傾向を示しました。

特にパラジウムと銀は最も価格上昇率が高く、それぞれ96.6%、80.3%でした。産業用需要が高い他の金属の価格も大きく上昇し、スズとニッケル、銅でそれぞれ前年比61.2%、35.0%、32.6%上昇しました。ただし亜鉛だけは5.3%下落しました。金(29.2%)やプラチナ(20.8%)といった貴金属の上昇も堅調でした。かんばつや洪水といった異常気象の発生や予想を下回った穀物収穫高、引き続き高い中国の消費量などによって農産物の価格が高止まりし、S&P GSCI農産物インデックスも34.2%上昇しました。ただし、S&P GSCI家畜インデックスで見ると、家畜価格は10.5%と緩やかな上昇でした(表3参照)。

表3: コモディティのリターンとボラティリティ

	% QoQ	% YoY	% Vol*
Gold London PM fix (US\$/oz)	7.5	29.2	16.1
Silver London fix (US\$/oz)	38.8	80.3	32.9
Palladium (US\$/oz)	41.7	96.6	35.6
Platinum (US\$/oz)	6.8	20.8	19.8
Aluminum (US\$/t)	6.3	11.4	26.3
Copper (US\$/t)	20.9	32.6	27.4
Lead (US\$/t)	14.4	8.0	38.2
Nickel (US\$/t)	6.7	35.0	35.9
Tin (US\$/t)	9.4	61.2	30.0
Zinc (US\$/t)	11.8	-5.3	35.6
Brent crude oil (US\$/bbl)	15.8	22.2	28.4
S&P GS Commodity Index	15.7	20.4	20.8
S&P GS Agriculture Index	25.0	34.2	24.1
S&P GS Livestock Index	2.6	10.5	12.7
DJ UBS Commodity Index	15.8	16.8	17.0
R/J CRB Commodity Index	16.1	17.6	16.8

*Annualised volatility based on daily returns.

Source: Bloomberg, WGC

1 VIX指数はインプライド・ボラティリティを示す代表的な指数で、S&P500種株価指数を対象とし、異なる権利行使価格でのオプション価格を加重平均した数値です。

価格ボラティリティ

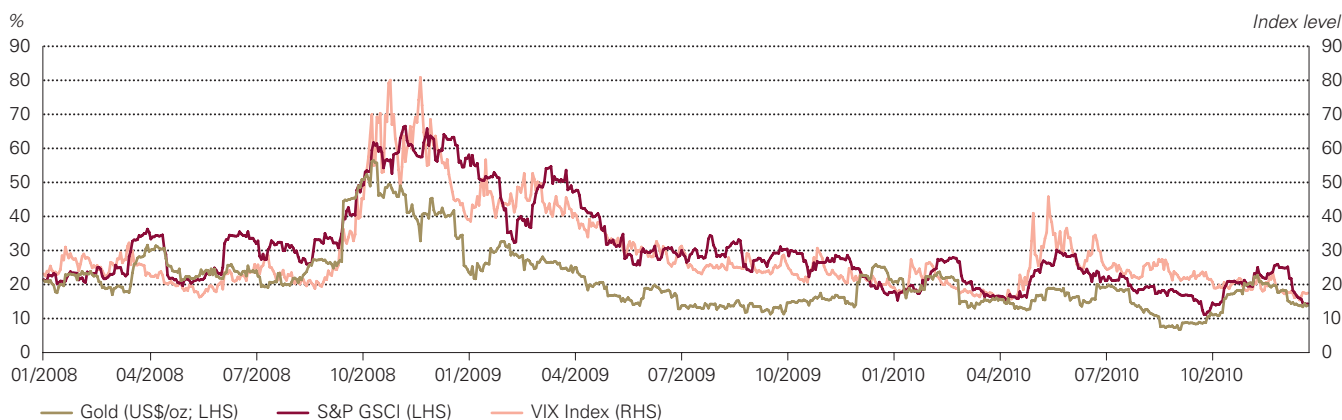
全体的には、欧州のソブリン債務危機が頂点に達した2010年第2四半期にはボラティリティが高い状態が続きましたが、その後、2010年の後半には株式市場のボラティリティは低下しました。ただし年間を通して見ると、市場参加者は、たとえば欧州のソブリン債務危機や新興国におけるインフレ、世界の経済成長に関する懸念などの経済・金融をとりまく出来事に強く反応しました。その結果、VIX指数¹で見ると、図3が示すように2010年末までの株式市場のリスクは年初よりも高い水準となりました。

金市場では価格が上昇し、結果的に年間を通してボラティリティが低い状態が続きました。金のボラティリティ(年率換算)は2010年には前年の21.4%から16.1%となりましたが、これは過去20年間のトレンド(15.8%)と同程度でした。ただし、他のコモディティと同じように、2010年第4四半期の金価格のボラティリティは、過去数年間で最低だった第3四半期の13.0%(年率換算)から17.8%(同)まで緩やかに上昇しました。特に、10月から11月に

けてはボラティリティが上昇しました。これは連邦準備制度理事会(FRB)が追加的量的緩和策(QE2)を発表し、アイルランドの財政危機とそれが欧州他国に波及する可能性が世界中で取りざたされたためです。しかしこれも12月末までには正常化し、月次(22日間)のボラティリティも13.8%まで下がりました。

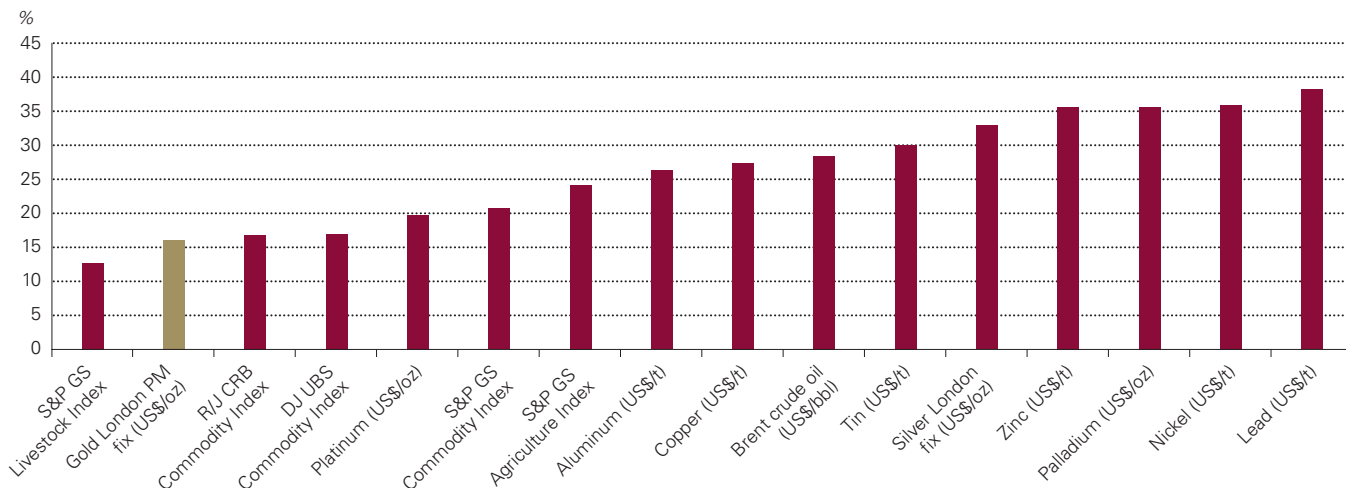
金は、様々な理由からコモディティの中でも類のない資産です。特に金は、我々がモニターしているコモディティの中で最も変動が少ないコモディティの1つです(図4参照)。S&P GSCIコモディティ指数では2010年の日次リターンのボラティリティは20.8%でしたが、一方で金は16.1%でした。2010年においては、家畜価格のボラティリティのみが12.7%で金を下回りました。年を通じて常に変動が激しかったのは亜鉛やパラジウム、ニッケル、鉛などで、平均ボラティリティがすべて35.0%を超えました。その他のほとんどのコモディティでボラティリティが20.0%を超えており、原油でも年率28.4%でした。

図3: 金とS&P GSCIコモディティ指数の年率換算価格ボラティリティ(22日移動平均、%)およびVIX指数(水準)



Source: Bloomberg, WGC

図4: コモディティの日次ボラティリティ(年率換算、2010年)



Source: IHS Global Insight, WGC

投資動向

投資家は2010年も引き続き様々な方法で金市場に投資しました。投資家の間では上場投資信託 (ETF) が普及し、世界の様々な市場で人気を集めています。金貨や地金の投資需要は引き続き高い水準となっており、一方で店頭市場 (OTC) も非常に活発で、指数ベースの手法をはじめとする最新の投資手段に対する需要が高まっています。

上場投資信託 (ETF)

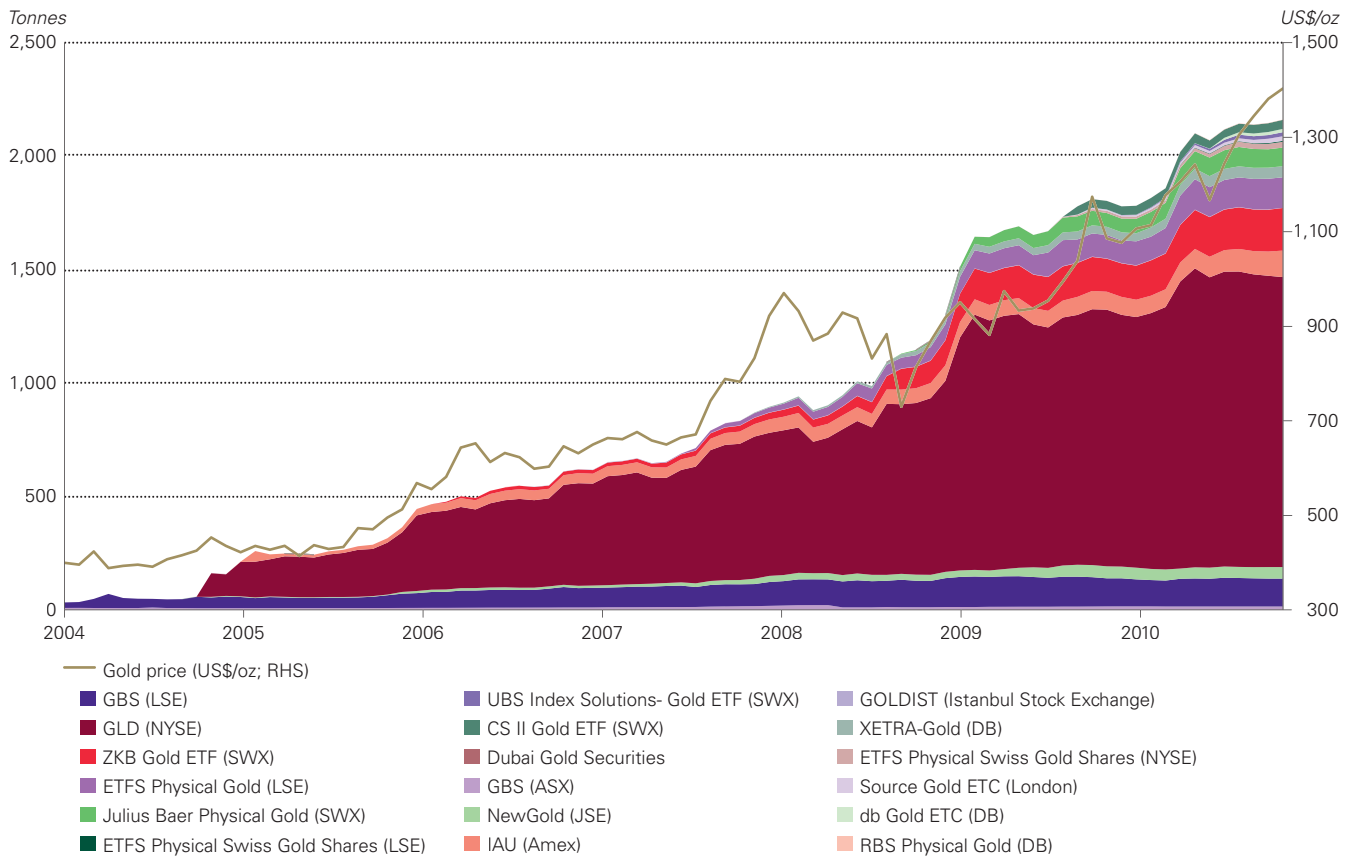
2010年にETFやそれに類似する投資手段を介して金市場に流入したネットの資金額は引き続きかなりの金額に上りました。WGCがモニターしている金ETFへの2010年のネット流入量は361トンに上り、最大量を記録した2009年の617トンに次いで史上2番目の規模でした(図5参照)。投資家は金を、リスク管理とヘッジを目的とした非常に重要な資産と認識したため、金ETFの金保有残高は2010年末時点で合計2,167.4トン(980億米ドル相当)と過去最大を記録しました。

ニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場しているSPDRゴールド・シェア (GLD) はメキシコやシンガポール、東京、香港にも上場しており、2010年のネット流入量は147.1トンで、これは特に第2四半期に大きく買われたことによるものでした。そして同年末には、総預り資産が1,280.7トンに上り

ました。これに次ぐ運用資産額を有する金ETFがETFS Physical Gold Sharesです。米国やロンドン、スイスで上場されており、全体で56.6トンが追加されて総保有量は165.1トンになりました。同様に、スイスで上場されているZKB Gold ETFやNYSE上場のiShares Gold Trust (IAU) も金保有高をそれぞれ42.5トン、37.8トン増やしました。2010年に1トンを超える量の金が流出したのは、ヨハネスブルグ証券取引所に上場しているNew Gold ETFだけでした。このようにETFは、投資家が複数の市場で金を利用するための便利で費用効果の高い金融手段となりました。

特にインドでは、金ETF(ほとんどは現在のところ完全に金地金の裏付けがあり、一定の割合でデリバティブ契約を含めることができる)の金保有高も大きく増加し、2010年12月末にはおよそ15トンになりました。同様の傾向として、中国では1月に入ると適格国内機関投資家 (QDII) 制度のもとで、オフショアETFに投資するファンド・オブ・ファンズが導入されました。

図5: 金ETF残高(トン)と金価格(米ドル/オンス)



Note: Gold holdings are as reported by the ETF/ETC issuers. Where data is unavailable, holdings have been calculated using reported AUM numbers.
 Source: Respective ETF/ETC providers, Bloomberg, LBMA, WGC

ETFオプション取引

ETF市場では近年、オプション取引が増加して市場の厚みが増えています。ほとんどがいまだにGLDでの取引です。GLDオプション取引は2010年を通して高い水準を維持し、特に第4四半期には増加しましたが、一部はレバレッジ取引やヘッジを目的としたものでした。2010年の1日の平均取引高は、2009年第4四半期に記録した214,000枚に迫る208,130枚でした。2010年の第4四半期にはGLDオプションの1日あたりの取引高が257,600枚まで増えました。これは特に、市場がFRBの量的緩和策第2弾(QE2)の規模とタイミングに備え、10月の終わりから11月の初めにかけて見られた取引増に後押しされたためです。実際のところ、投資家はQE2が米ドルに及ぼすマイナスの影響と、それが金に及ぼすプラスの影響とを計算しており、第4四半期においてはコールオプションの取引高がプットオプションのそれを上回りました。取引高は年末にかけて減少し、12月には2010年の1日の平均取引高である208,000枚に戻りました。過去のトレンドに沿う形で、約定枚数の大部分をコールオプションの建玉が占め、コールオプションの取引高は年平均で240万枚となりました(プットオプションは170万枚)。しかし2010年は年間を通して金の価格が上昇傾向を示したため投資家は利益を確定しようとし、プットオプションの建玉は全体としては最大の増加幅を記録しました。

GLDの60日ヒストリカル・ボラティリティは金価格のボラティリティと同じパターンをたどり、2010年第3四半期末に10.2%という最低値を記録すると第4四半期末に再び18.1%まで上昇しました。一方でGLDの3か月ATM(アット・ザ・マネー)オプションのインプライド・ボラティリティは、2010年には17.1%から25.8%の間での取引となりました。また、3か月インプライド・ボラティリティのスプレッドは、12月末までにはほぼゼロになり、これは金市場のボラティリティに対するヘッジを目的としたオプション取引に対する需要が、2010年第3四半期の水準から正常化したことを意味しています。

金先物取引

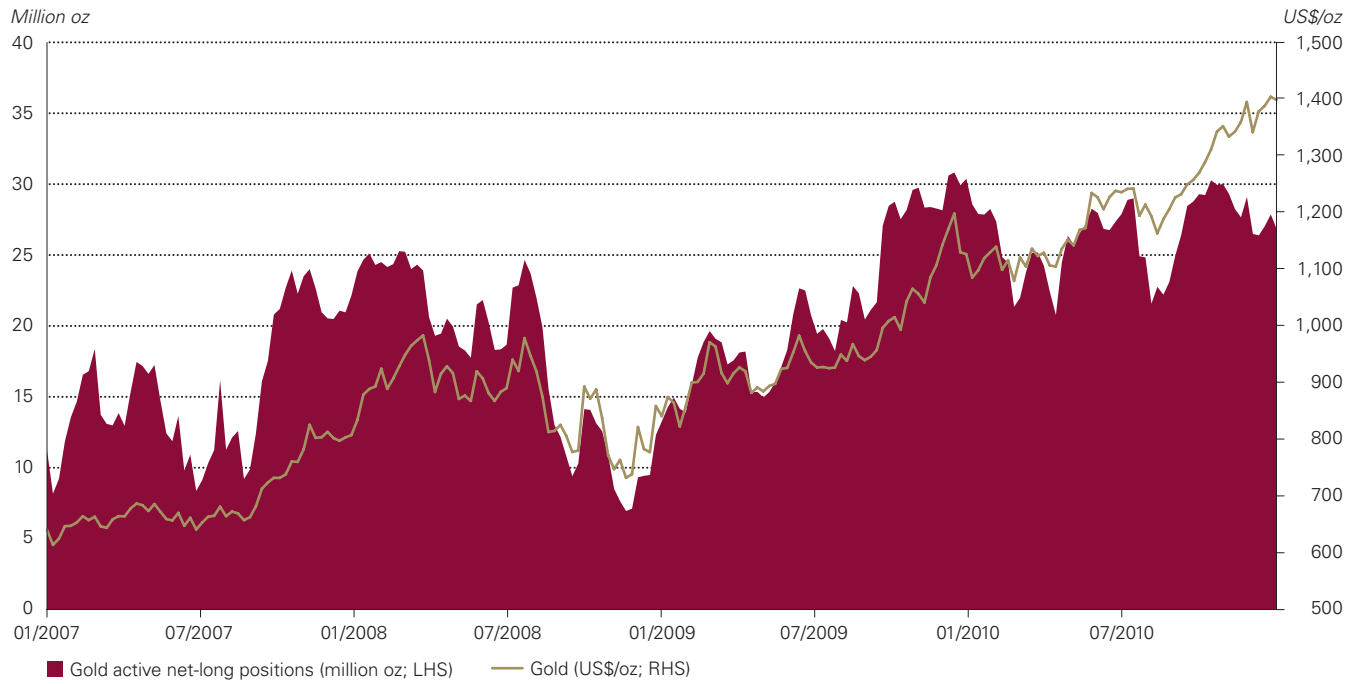
COMEXが公表しているノン・コマーシャルとノン・レポータブルのポジションを合わせたネット買い越し残は、2010年も引き続きかなり大きなものでした。これは、投機的な投資需要の尺度として用いられ、2010年には2,630万オンス(818.1トン)周辺で推移し、2009年後半の平均2,600万オンスに非常に近いものでした(図6参照)。一般に、ネット買い越し残が高い水準にあるということは、多くの投資家が常に金取引の重要性を認識していることを裏付けるものです。2010年第4四半期のネット買い越し残は第3四半期から6.9%増加しましたが、これはロング(買い持ち)のみのポジションがショート(売り持ち)のみのポジションを上回ったためでした。しかし、増加率で見るとショートのみでのポジションの増加率がより大きく、2010年第4四半期には前四半期から平均17.3%上昇する一方で、一部の投資家が年末に金市場で利益を確定したため、同期間中のロングのみのポジションは8.9%増に留まりました。

店頭市場(OTC)

WGCの意向を受けてゴールド・フィールズ・ミネラル・サービス社(GFMS)が行った調査によると、店頭市場での取引は2010年を通して活発に行われました。これは投資需要の他の分野で見られるのと同様のパターンです。特に2010年第4四半期には店頭市場取引が急増し、特に最近ではロングポジションを取るケースがかなり増えていきます。ただし一部の報告書を見ると、金が1,400.00米ドル/オンス台に乗せた時点で、投資家がポジションをロングからショートに切り替えたことを示しています。それにもかかわらず、店頭市場への資金流入の全体的な影響については、最終的には現物市場に好影響を与え、第4四半期だけでなく年間を通して金のパフォーマンスに貢献したと考えられます。GFMSの分析はまた、第4四半期には多くの投資家がETF市場や先物市場から店頭市場にシフトしたことを示しています。

概して、店頭市場での金デリバティブ取引に対する需要は特に第4四半期に顕著になりました。これは、価格が上昇するなかで投資家がレバレッジをかけたエクスポージャーを志向したためです。金属への配分需要も増大しました。また、金のスポットやフォワード、デリバティブ商品への資金流入に加えて、金に大きく配分するコモディティのバスケットやインデックス型の商品に対する需要も大きく増加しました。2010年にはコモディティの価格が全体的に急騰したこともあり、こういった商品に対する投資家の関心が著しく増大しました。

図6: COMEX金先物市場におけるノン・コマーシャルとノン・レポーダブルのポジションのネット買い越し残高(100万オンス)と金価格(米ドル/オンス)



Source: COMEX, Bloomberg, WGC

地金および金貨

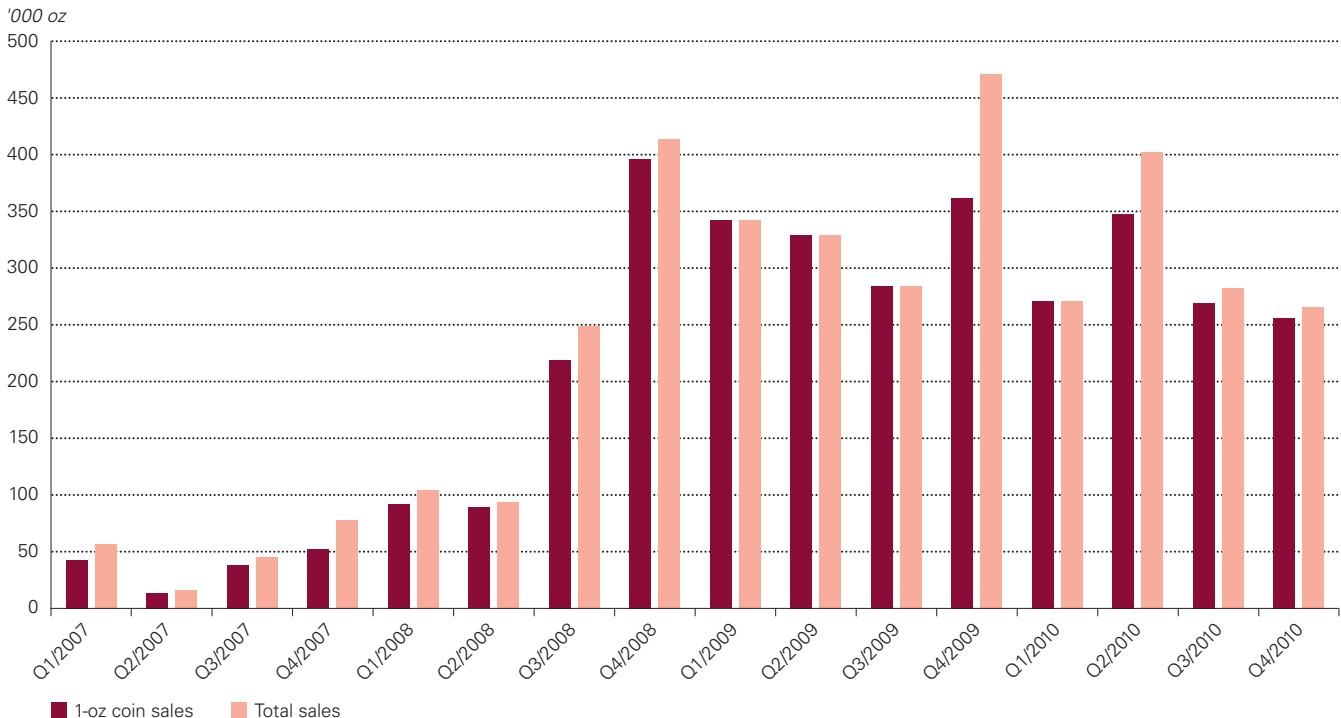
中国における金投資は引き続き活発でした。上海金取引所での2010年の金現物引渡しは計836.7トンに上り、第4四半期だけでも236.6トンになりました。また、中国の投資家が金地金の保有を志向したことから、第4四半期には取引高に占める現物引渡しの割合も33%に増加しました。このことから、個人を対象とした投資商品に対する需要が引き続き高いことがわかります。注目すべきは、中国工商銀行(ICBC)が12月16日に北京で純金積立商品(GAP)を発売したことです。この新商品はWGCと共同で開発されたもので、2010年には100万超の口座が開設され、11.5トンの金が購入されました。

その他のアジアの国々においても金投資は堅調でした。台湾銀行(BOT)によると、台湾での金の需要は根強く、金口座(Gold Passbook)の販売は前年比25%増加、金現物の販売も35%増加したということです。ベトナムでは個人の金需要が非常に強く、金価格が高値を更新したにもかかわらず、第4四半期だけでも合計25トンの金が購入されたのではないかと一部で言われています。金“両”地金需要の高まりに対処するために、ベトナム国家銀行(SBV)は同期間の金の輸入割当を20トン超拡大しました。この傾向はおそらく、2011年に入ってもしばらくは続くでしょう。このようにベトナムで個人の投資需要が高まっている主な理由として挙げられるのは、2010年の高いインフレ率(前年比+11%)、そして同期間においてベトナム・ドンが

対米ドルで急激に価値を下げたことです。インドでは、当初の報告書によると2010年は金貨と地金の販売が全体的に好調で、特に第4四半期は前年同期に比べて堅調でした。そのため、インド準備銀行(RBI)は新たに7つの銀行に金地金の輸入を許可しました。WGCでは、この措置の影響が2011年に見えてくると予想しています。インドの投資家は概して、インフレ率が高い水準(たとえば食料品のインフレ率は年末までに18%に上昇)となる著しい経済成長に対応するため、投資に占める金の割合を大きく引き上げようとしています。こうしたベトナムやインドの状況からは、自国通貨に対する為替ヘッジやインフレヘッジの手段として投資家が世界中で金をどのように活用しているのかがわかります。

欧州や北米における個人投資家の地金および金貨に対する需要もまた、他の様々な投資需要において見られた動きに呼応して、2010年も引き続き堅調に推移しました。欧州や米国の投資家は先頭を切って地金や金貨を購入してきました。それにはたとえばリスクヘッジや、為替またはインフレ、あるいはその両方に対するヘッジといった複数の目的がありました。米国の造幣局によると、米国の投資家は120万オンス(38トン)相当のアメリカン・イーグル金貨を購入しましたが、2009年に記録した過去最高の年間販売額140万オンス(44.3トン)には及びませんでした(図7参照)。2010年第4四半期のアメリカン・イーグル金貨の販売は歴史的には高い水準でしたが、販売されたのは8.3トンで、第1四半期から第3四半期までの平均9.9トンを下回りました。

図7: アメリカン・イーグル金貨の販売額



Note: Total sales includes 1-, 1/2-, 1/4-, and 1/10th-ounce coin sales.

Source: The United States Mint

リース・レート

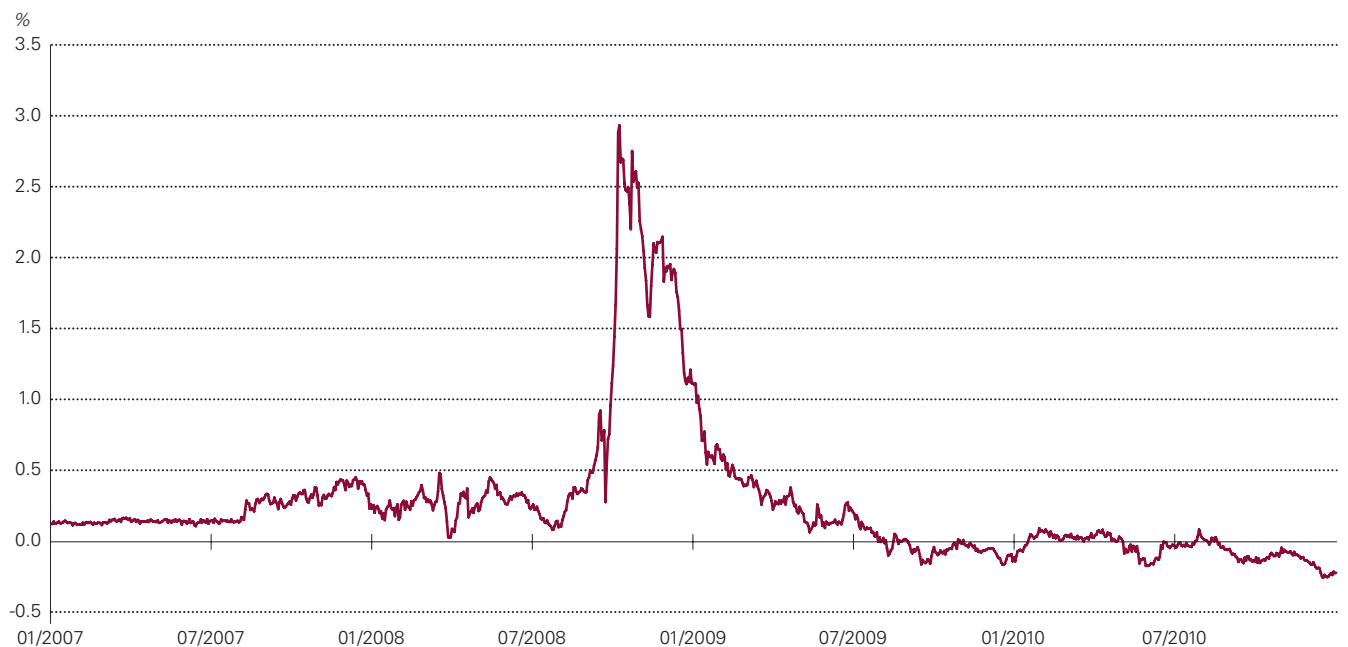
金のインプライド・リース・レートは、米ドルLIBORと同期間のゴールド・フォワード・レート(GOFO)の差に相当し、金保有者が米ドルと引き換えに金を貸し出す際のレートです(スワップ・レートとも呼ばれます)。金のリース・レートは2010年を通してマイナスの状態が続き、12月15日には3ヵ月物でマイナス0.25%と過去最低を記録しました。その後2日間で、最長の12ヵ月物を除く他の期間のリース・レートについても過去最低を記録しました。リース・レートをその構成要素に分けて見てみると、3ヵ月物のGOFOとLIBORは比較的似たような動きを示していましたが、2010年の第4四半期になると、GOFOはおよそ0.35%から0.50%へ上昇し、LIBORを上回りました。変動の大きさは取るに足りませんが、それが過去最低のインプライド・リース・レートをもたらしました(図8参照)。

しかしながら、金の生産者とヘッジファンドという2つの主な市場参加者が過去10年にわたってリース取引の規模を縮小してきたことにより、リース・レートの重要性は低下しました。さらに、金への投資手段が多様化し先物の取引量も増えたことから、その影響力も店頭での先渡し契約から取引所を介した先物市場へとシフトしました。

それでも、マイナスのリース・レートは必ずしも金の貸し手(通常は中央銀行)から借り手となるプリオン・バンクへの支払いを意味するわけではありません。金のリース取引は透明性の乏しい店頭市場で行われるため、インプライド・リース・レートが実際の取引レートを反映しているかどうかを確認するのは困難です。また、金の保管費用は中央銀行が負担しますが、低いリース・レートでの貸出で、たとえ一定期間マイナスのレートになったとしても依然としてメリットがあると言えます。そのような取引は中央銀行に利益をもたらしません、保管費用は減らすことになります。これによって世界の金保管能力が減少しているとか、それに伴って保管費用が上昇しているとかいう話はいずれも根拠のないものです。実際、シンガポールのフリーポート地域と香港には最近、これまでにない大規模な保管施設ができました。

ただし、こうした内容から導き出される1つの結論としては、リース・レートは非常に低く、現在はリースで収益をあげられる環境にはないということです。リース取引はたいていの場合、現物市場での金の売却を伴います。プリオン・バンクが安全にヘッジできるようにするためには、現在の環境が金価格を支えられるものであることが求められます。

図8: 3ヵ月物インプライド・リース・レート



Source: Bloomberg, WGC

市場と経済の影響

マクロ経済要因とプラスに作用する需給バランスの相乗効果によって、金は2010年も引き続き投資対象として高い人気を維持しました。全体的には、世界経済において様々な出来事が発生し、ポートフォリオのリスクとリターンのバランスのため投資家は代替的な投資を模索し続けたとすることができます。

先進国の経済成長に対する懸念が払拭できていないことから、市場参加者は為替変動リスクやシステムック・ショックを含む様々なリスクに対するヘッジ手段を追い求めてきました。一方では、中国やインドをはじめとする多くの新興国で経済成長が続きました。その結果、多くのコモディティに対する需要が高まり、それと共にインフレ率も高い水準になりました。

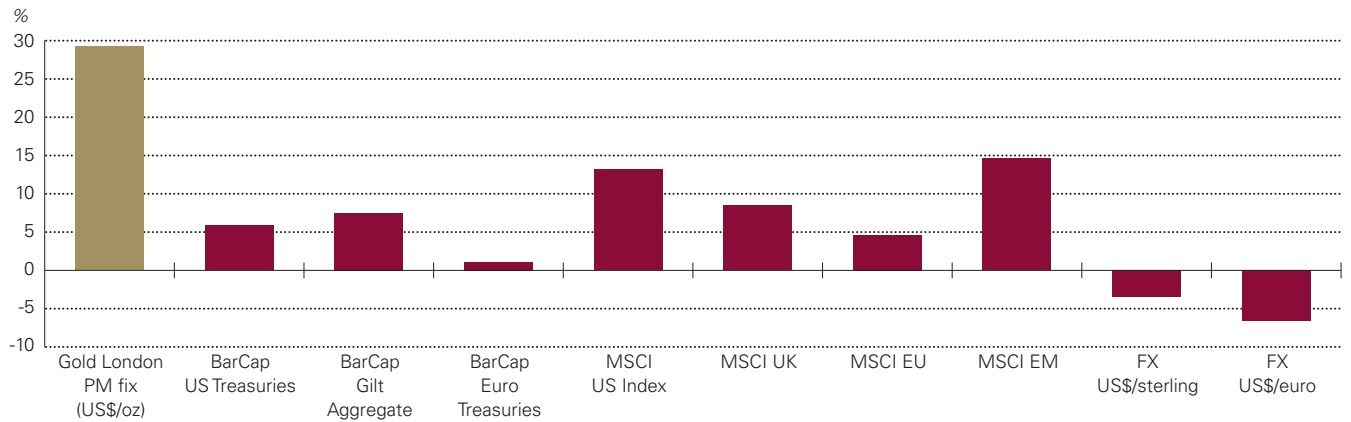
欧州の各市場では、2009年後半にソブリン債務危機が問題になり、欧州中央銀行(ECB)は前例のない介入に踏み切りましたが、2010年第2四半期に底を打った景気は回復に向かい始めました。しかしながら、年初にギリシャが債務問題に直面する一方で、第4四半期にはアイルランドの財政が予想以上に悪化していることが報道されたため、それがポルトガルやスペイン、またイタリアなどへも波及するリスクが高まりました。そして欧州の投資家は、為替変動リスクのヘッジ手段として金に注目するようになりました。

当初の景気回復後も米国の雇用は弱く、失業率は高止まりし、政府の雇用は一時的に増えたものの、それによって民間部門の正規雇用が同じように増えることはありませんでした。このような状況で連邦準備制度理事会(FRB)は11月、追加の量的緩和策(QE2)を発表しました。これはFRBのバランスシートを6,000億ドル増加させる可能性があることを意味し、株式を含む複数のリスク資産、そして原油や工業用金属などの景気循環型のコモディティに有利に働きました(図9参照)。同時に、米国の債務が膨らみ記録的な低金利もさらに長期間続くことが予想されたため、投資家はインフレの見通しを上方修正する必要に迫られました。同様に、ますます多くの投資家が米ドルに対する長期的な下落圧力を予想しました。ユーロや英ポンドはもちろん、日本円を筆頭に他の多くのG10諸国の通貨に対しても、そして中国・元をはじめとする多くの新興国通貨に対してもドルが下落すると考えるようになりました(図10参照)。

2010年の新興国経済は先進国と比べると堅調に推移しました。経済成長率が引き続き堅調な伸びを示したこともあり、株式市場は全体的に好調で、リターンは現地通貨ベースで14.4%、米ドルベースで18.8%でした。世界銀行によると、たとえば中国経済の2010年の成長率は9.8%程度に達したとみられ、2011年の成長率は8.5%と予想されています(図11参照)。しかし中国には何も問題がなかったというわけでもありません。消費者物価指数が上昇しており、2010年の後半にはインフレを抑制するために中国人民銀行(PBoC)が預金金利と貸付金利を引き上げました。元が米ドルに対して上昇したこともあり、金利の引き上げは中国の経済成長をある程度減速させる可能性があり、結果的に金には有利に働くことになるでしょう。とりわけ、中国人民銀行は「金市場発展促進策」と呼ばれるプログラムを2010年夏に発表し、金市場のさらなる育成支援に政府が取り組むことを示しました。

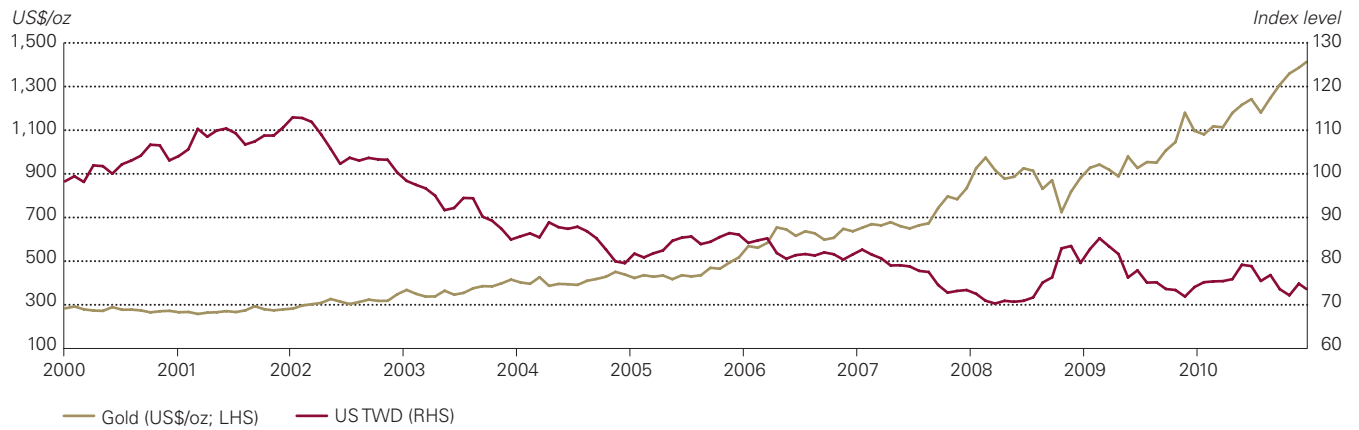
同様に、インドの経済成長も引き続き高い水準です。インフラ投資や輸出、工業生産が拡大を続けて第3四半期の実質GDPの伸び率は8.9%となり、2010年と2011年の成長率はいずれもおおよそ9.0%と予想されています。ただし、インフレ率は依然として高い水準にあるため(食品価格は年末までに18.0%のペースで上昇)、次回の中央銀行政策決定会議で金利が引き上げられる可能性が高くなっています。インドと中国は2009年の世界の金宝飾品需要の45%を占め、金宝飾品市場にとっては重要な存在であり、両国の景気回復は金に好影響を及ぼす可能性が高いと考えられます。ルピーと元の上昇は緩やかであり、金は引き続き有効で利用しやすい貯蓄手段となっています。また投資家も、自国のインフレ圧力に対するヘッジ手段として金を活用でき、また今後も利用することになるでしょう。

図9: 各資産クラスの現地通貨ベースのパフォーマンス(2010年12月、前年比、%)



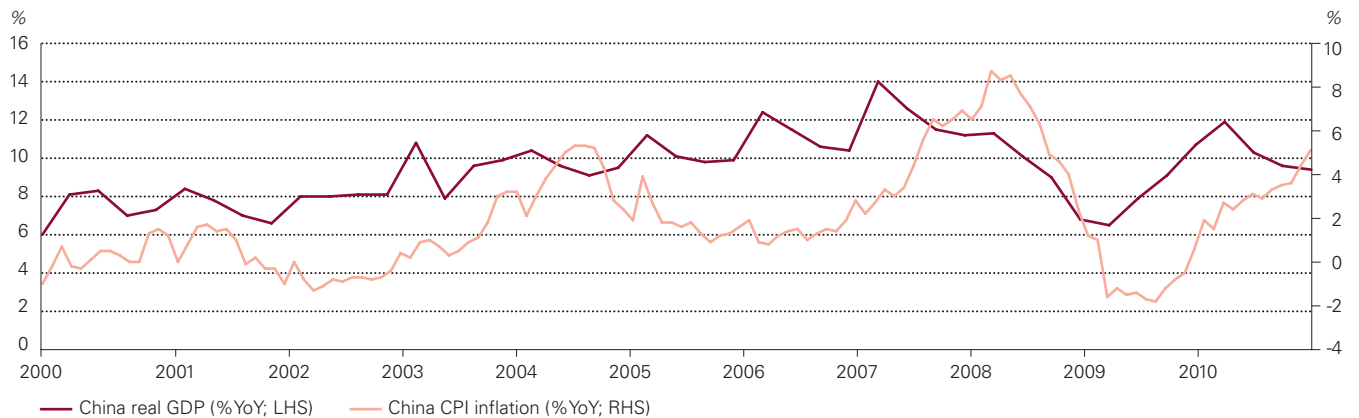
Source: Barclays Capital, MSCI Barra, WGC

図10: 金価格(米ドル/オンス)と貿易加重米ドル指数



Source: London Bullion Market Association, Federal Reserve

図11: 中国の実質GDP成長率(前年比、%)と消費者物価指数(CPI)(前年比、%)



Source: National Bureau of Statistics, China Economic Information Net

2007年から現在までの民間部門から 公的部門へのリスク移転および金に対する影響

2010年後半には欧州のソブリン債務危機が依然として続き、それが他の市場へと波及する可能性もあることから、現在直面しているシステムリスクの広範さを投資家が改めて認識することになりました。このことが、資産保全のための費用効果の高い戦略を見つけるという市場参加者のニーズをさらに高めることになりました。歴史を振り返れば、そのような戦略においては金が重要な役割を果たしていることがわかります。

2007年に始まった世界的な金融危機は各国の政府にとっては大きな負担となりましたが、とりわけ先進国市場においては顕著でした。2009年第2四半期にはある程度正常化したようにも見えましたが、システム的な連鎖を恐れた各国政府が破綻寸前の多くの金融機関をなんとか支えているにすぎないことが明らかになりました。

銀行が持つ不良債権のかなりの部分が信用枠と引き換えに民間部門から公的部門に移転されたため、納税者の負担と公的債務の持続性に関する議論が巻き起こりました。それが結果的には世界的な景気後退を招き、財政負担はさらに増え、景気刺激策と減税が財政状態の悪化に拍車をかけました。

このような状況が、好況期に多くの国々で財政規律と債務再編を怠っていたこととも相まって、銀行から政府へのリスク移転を促進し、2010年には移転が着実に進みました。このことは、これまでも金市場に影響を及ぼしてきましたし、それは今後も続くでしょう。特に、この種のシステムリスクを考慮すれば、民間部門や公的部門を問わずいずれの投資家にとっても、為替変動やインフレに対するヘッジ手段として、また資産保全やテールリスク対策の手段として金を利用するのは論理的根拠のある対応です。

ソブリン債と社債のCDS市場概観

世界のクレジットデフォルトスワップ(CDS)市場は、一見ただけではわからないながらも着実に変化してきました。CDSは主に店頭市場で取引されていることから、取引所で取引されている有価証券よりも透明性に欠け、高度な知識とノウハウを持つ投資家だけが利用できる商品です。この扱いが難しい商品は、危機が着実に進行する中で利用が急増しました。CDSはヘッジを目的とする投資家と投機家の両方が利用します。

CDS契約の想定元本は2010年12月時点で総額25兆米ドルを越えており²、これは原資産である債券市場の約30%に相当する規模です³。2007年の水準に比べると減少しましたが、CDS契約額は過去10年にわたって驚異的な勢いで増え続けてきました。しかしながら、その絶対額は原資産である債券よりも、特にソブリン債に対してははるかに小さくなっています。CDS市場に関してはある程度の批判もありますが、そういった中でも、CDSは原資産のデフォルトの可能性や政府保証債の再編の可能性⁴を市場がどう見ているのか、そうした市場心理を示す有用なシグナルとなりえます。

2 米証券保管振替機関 (DTCC)

3 ISDA.org

4 Financial Times、「Brussels gives sovereign CDS trading all-clear」(FT.com、2010年12月6日)

リスク移転

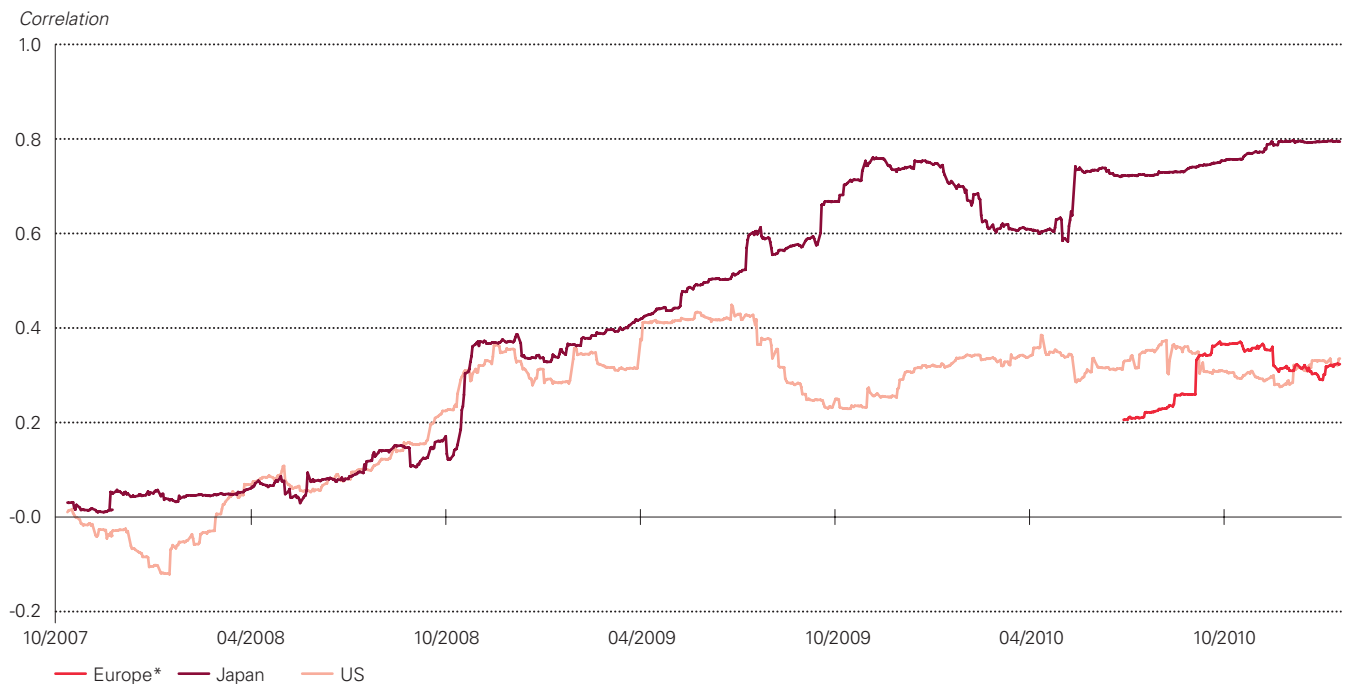
ソブリン債と当該国の大手金融機関債の価格に織り込まれているデフォルト・リスクの相関性の高まりを図12に示しています。2008年の前半までは、金融機関のリスクは個別性が高かったため、両社のCDSスプレッドは非常に低い相関性を示していました。しかしその後、こうした状況が変わり始めました。金融危機が広まり不良資産が企業のバランスシートから政府へと移転され、システミック・リスクが際立って大きくなりました。

このようなリスク移転は今般の危機に特有のものではなく、金融危機（最近では1990年代前半のスウェーデンの金融危機があります）⁵を受けて政府が民間部門の債務を引き受ければ当然起こることです。しかし今般の危機は、他国へ波及する恐れもあり、その大きさと影響の度合いが従来とは異なっています。

銀行とソブリンのCDSスプレッドの相関性が高まっていることは、ソブリン破綻のリスクが高まっていることを、そして銀行が巨額の国債を保有しているという事実を示しています。このような傾向は、欧州の国々で最も顕著に見られます。ギリシャやアイルランドの問題はあちこちで論じられてきましたし、現在はそれがポルトガルやスペイン、またイタリアなどへも波及するのではないかとというリスクが取りざたされています。

しかし、ほとんどの先進国のCDSスプレッドが高まり、さらに銀行のCDSスプレッドとの相関性も高まっている中で、米国と日本ではわずかに高くなったただけでした。両国で変化がわずかだったのは、両国の財政状況がともに困窮しているという事実とは矛盾するものです。米国は世界の「最後の信用提供国」として、世界の準備通貨（米ドル）で借入れをすることができ、米国の財務省証券には常に大きな需要があります。日本の場合も、日本国債に対して国内の投資家から同じように大きな需要があります。CDSの規模をはるかに上回る規模の債券市場が存在することから、日本も米国も「しっぽが犬を振る」ような本末転倒の状態にはならなかったのです。

図12: ソブリン債と金融機関CDSスプレッドの相関(日次対数変化)



* Average of Germany, France, Italy, Spain and Portugal.

Source: MARKIT, Bloomberg, WGC

5 『After the Fall』 (Carmen M. Reinhart & Vincent R. Reinhart, NBERワーキングペーパー、2010年8月)

先進国のソブリン債務危機の深刻さは図13からもよくわかります。新興国市場と先進国市場のデフォルト・リスクがほとんど同程度になっています。

実際のところ、2010年12月以降は欧州各国の債券に対する保証よりも新興国債券に対する保証コストの方が安くなっています。

現在は「欧州」に焦点が当たっていますが、欧州は北と南で経済状況が異なり、特有の問題に直面しています。さらに、欧州中央銀行(ECB)は米国や日本、英国が取り組んだような量的緩和策の実行には消極的でした。政治的論争や各国間の不協和音により危機に対する取り組みが遅れたのです。実際のところ、図14が示すように、2010年8月以降は金融機関のCDSスプレッドよりもソブリン債のCDSスプレッドの方が高くなっています。このことから、欧州の国が破綻するかもしれないという考えがすぐに浮びますが、そうではありません。企業のCDSとは異なり、ソブリンのCDS価格に織り込まれるデフォルトの種類は、一般に債務の再編に関するものです。つまり、市場は欧州の1つまたは複数の国が債務の一部またはすべてを再編する可能性の高まりを織り込んでいるのです。そのような事態は、ソブリン債の保有者にとっても、将来の債券発行にとっても、壊滅的ではないにしても厳しい影響を及ぼすでしょう。

金市場への影響

今般のリスク移転は、金に対して多くの潜在的な影響を及ぼします。第1に、ソブリン債券のリスクが増大していることは、CDSスプレッドからもわかるように、格付け機関が欧州各国の国債の格付けを何度も引き下げたこと、あるいは見通しを「ネガティブ」にしたことに反映されています。このような格付けの引き下げは、さらなる悪循環を引き起こす可能性があります。国債は収益の安全性と信頼性をあてにして保有されます。ボラティリティやインプライド・リスク・プレミアムが増加すると、投資家は他のディフェンシブな資産に目を向けざるをえないかもしれません。金はこのような状況で資産を保全するために長い間利用されてきた実績を持つ、代替的な投資手段です。

第2に、これらの国々が発行する通貨もまた影響を受ける可能性があります。多くの国々で財政規律が欠如していることは、金融緩和政策とともに先進国通貨に重くのしかかっていますが、中でもユーロは、欧州が現在の不安を解消しようとする最も大きな影響を受けることになるでしょう。これがひいては、為替ヘッジ手段としての金に対する潜在的な需要を高めることとなります。実際のところ金は、金融政策や財政政策の影響を受けることのないグローバルな通貨なのです。

第3に、不安がすぐにでも解消されるようなことはおそらくありません。米国を含むいくつかの先進国では成長が見込まれますが、失業率は高く、構造的な問題も抱えており、コストインフレが消費者の負担を重くし、住宅市場は相変わらず弱く、成長を支えるには脆弱です。

また、似たような状況にある国々の中で米国は比較的適切に危機に対処しているようですが、今後は財政・金融政策上の問題にも向き合う必要があります。財政赤字は巨額で、FRBが実施した量的緩和策は米ドルに長期的な悪影響を及ぼしています。

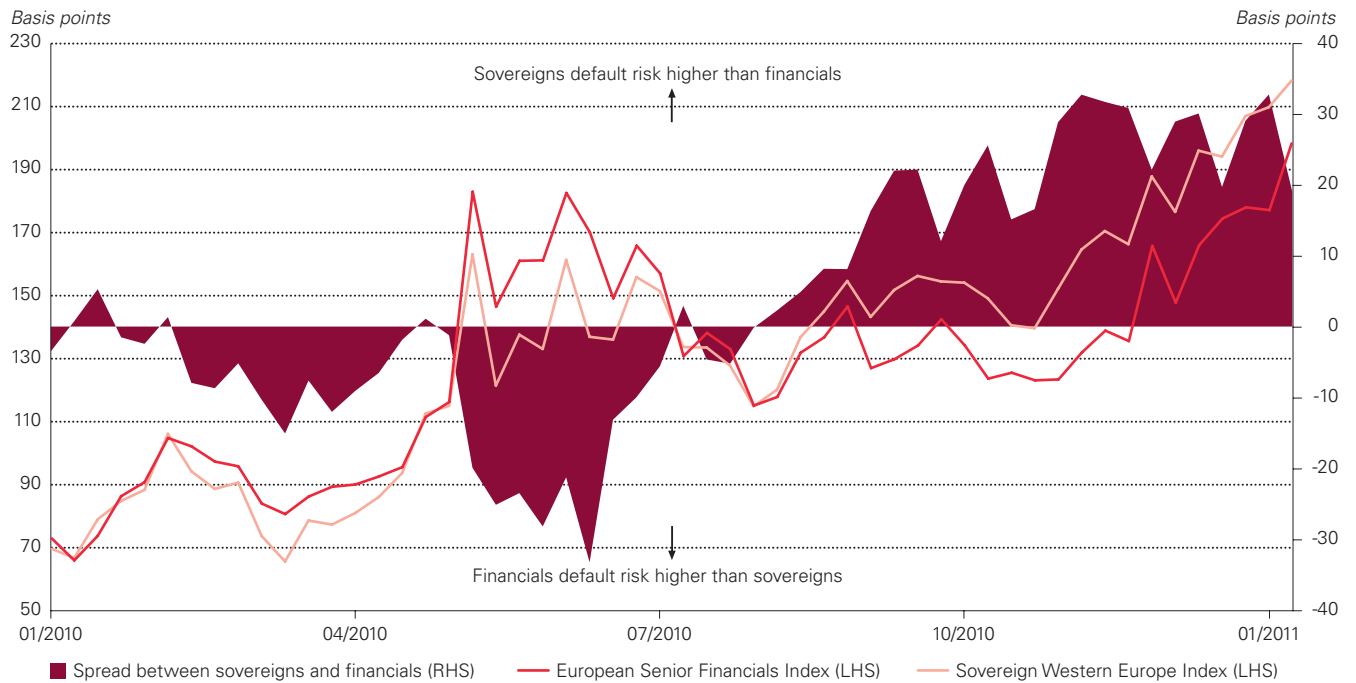
成長が本当に持続した場合、今度はインフレリスクが高まるでしょう。インフレは既に主要な金市場の多くで、特にインドで問題となっています。このことは、経済にさらなるショックを与えることなく流動性を引き揚げることを望んでいる政府や中央銀行にとっては難しい問題となります。このような場合も投資家は、インフレヘッジ手段として金を活用することができます。

図13: 先進国市場と新興国市場のCDSスプレッド



Source: MARKIT

図14: 欧州ソブリンと主要金融機関のCDSインデックス



Source: MARKIT, WGC

金市場動向

宝飾品や工業用需要に関するデータは遅れて発表されますので注意が必要です。最新のデータは2010年第3四半期のものです。2010年第4四半期のデータは翌年の2月中旬に発表されます。

2010年を通して金価格のパフォーマンスを支えたのは、投資家の活発な投資意欲だけでなく、宝飾品分野で見られた回復基調やテクノロジー分野における金需要の正常化でした。また、公的部門の金売却の減少傾向が続いたこともあり、金の供給が需要と同じペースで増加することはありませんでした。実際のところ、2010年には過去20年間で初めて、公的部門は純流入になると見られています。

宝飾品

2010年第1四半期から第3四半期9か月間の世界の宝飾品需要は前年同期間比で18%増加し、1,468.2トンに達しました。2010年第4四半期の最終的なデータは2011年2月中旬に発表されますが、現在の状況から判断すると、2010年の金宝飾品消費量は低水準だった2009年と比べるとさらに正常化するのではないかと考えられます。さらに取引額を見てみると、宝飾品需要は2010年第1四半期から第3四半期までの合計だけでも555億米ドルとなり、この数字は2009年を通して世界で金宝飾品に消費された555億米ドルに匹敵します(図15参照)。つまり、複数の通貨で金価格が上昇したにもかかわらず、消費者は金宝飾品の消費を増やしたということです。これには、おそらく2つの要因が考えられます。第1に、インドや中国、あるいは中東などの主な金市場において経済成長と通貨相場の上昇が続いたことです。第2に、贅沢品としても蓄財手段としても、世界中で金宝飾品の価値に対する認識が高まったことです。

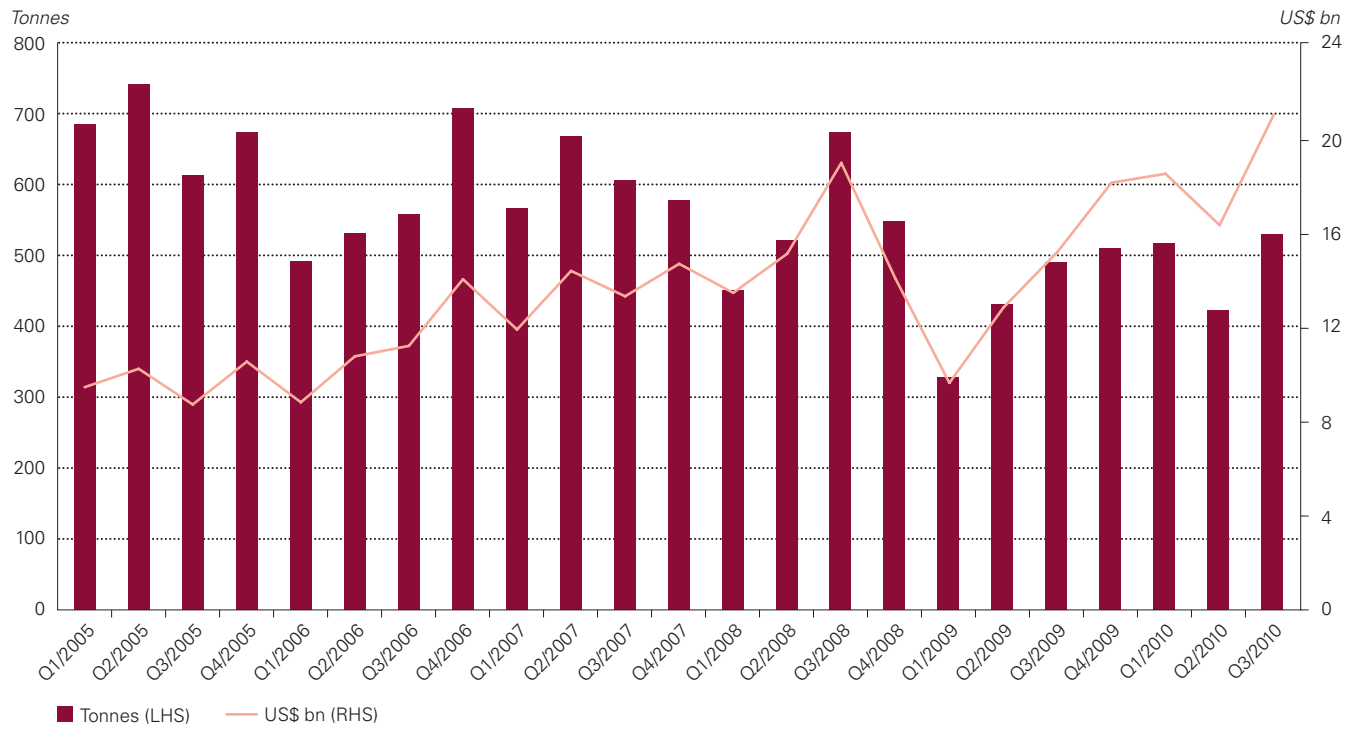
国別では、2010年に最も力強く回復したのは最大の金市場であるインドです(図16参照)。2010年第1四半期から第3四半期の9か月間はインドの金宝飾品消費量は前年同期間比で73%増加し、513.5トンに達しました。これは経済成長が持続したこと、そして米ドルに対してルピーが上昇したことがプラスに作用したためです。同様に香港やロシア、中国、サウジアラビアでは、2010年第1四半期から第3四半期の9か月間に金宝飾品需要が前年比でそれぞれ27%、19%、8%、2%高くなりました。実際のところ、インドに次ぐ金市場である中国では、堅調な経済成長と金に対する興味が改めて見直されたことがプラスに作用しました。中国はこれまでのところインドほどの勢いはありませんが、2009年に宝飾品の消費が縮小しなかった唯一の市場が中国だったという点は注目に値します。一方で2010年第1四半期から第3四半期9か月間のアラブ首長国連邦(UAE)や日本、ベトナム、トルコの金宝飾品需要は前年同期間をわずかに下回り、世界のその他の国々ではさ

らに大きく落ち込みました。特に欧州では、景気回復のペースが鈍いことや通貨相場が下落したことを背景に、ほとんどの市場で需要が15%以上減少しました。このような状況にもかかわらず、宝飾品市場全体と同様に、量は低下したものの、需要額では多くの国で概ね増加しました。

2010年第4四半期の需要動向に関する速報も似たような傾向を示しています。インドの金市場は10月から11月にかけてのフェスティバルシーズン、特にヒンズー教のディワリフェスティバル(金消費が1年で最も大きいイベント)の頃に好調でした。全体としては、さらなる価格上昇を見越して消費者が婚礼関連の宝飾品購入を増やしたため、2010年第4四半期の需要が前年比で堅調だったことがわかります。アジアの他の市場についても、たとえば12月に婚礼シーズンのピークを迎えるベトナムでは、ドン下落にもかかわらず宝飾品消費が上向くなど、同じように堅調だったことがわかります。

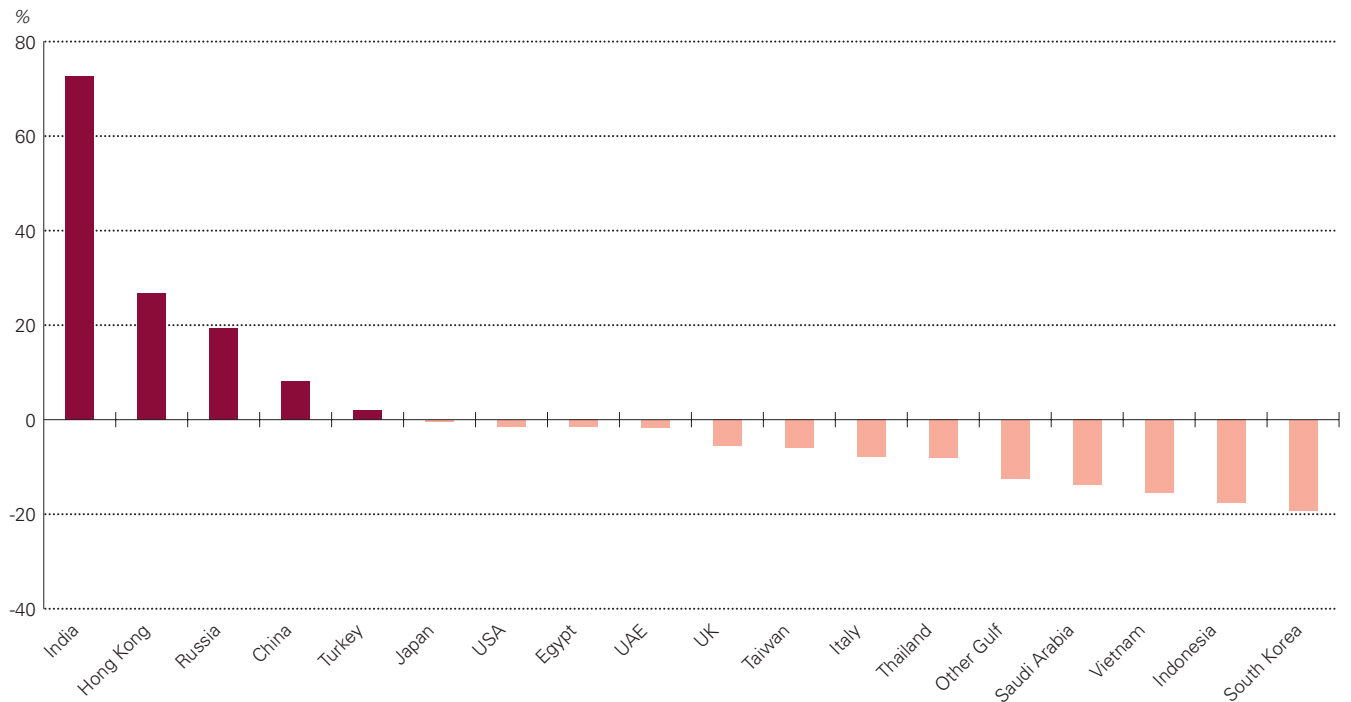
米国では9月に金宝飾品輸入額が前年比8%減少しましたが、これは年末に向けて価格が上昇傾向であったことから、ホリデーシーズンを控えて大手小売業者が金の在庫水準を抑制しようとしていたことを示しています。ただし、消費者の可処分所得が増加し抑圧されていた需要が顕在化したため、1点あたり1,000米ドルを超える高額な金宝飾品の販売が増加しました。WGCでは、高額品が購入されることによって低・中価格商品の販売量の少なさが相殺され、2010年第4四半期には前年同期に比べて販売量は減少するものの、販売額では若干増える予想しています。

図15: 宝飾品需要(トンおよび10億米ドル)



Source: GFMS, WGC

図16: 各国の宝飾品需要増加率(第1四半期から第3四半期の9ヵ月間を2010年と2009年で比較、%)



Source: GFMS

テクノロジー分野

2010年第1四半期から第3四半期の9ヵ月間は、テクノロジー分野や産業用、歯科用途の金需要が回復し、前年同期間で19%増加しました。主にこの需要回復を後押ししたのは、2009年の景気後退の影響を大きく受けたエレクトロニクス需要でした。これは、在庫補充が進んだことや新技術に対する新たな需要によって支えられました。

金の産業用需要の大部分を占める家電部門の需要は2010年の前半に大幅に高まりましたが、これは2009年前半の景気後退による低迷から産業界が順調に回復してきていることをはっきりと示しています。第1四半期から第3四半期には26%増加して221.8トンに達しましたが、これは2008年同期間の238.4トンに迫るものです(図17参照)。金のボンディングワイヤを使用して製造する半導体分野の需要も引き続き増加しています。これはパソコンや携帯機器の販売増、企業によるITシステムのアップグレード、あるいは自動車産業の緩やかな需要増によるものです。こうした需要の伸びの多くは、中国やインドに代表される新興国市場が牽引しました。また、歯科用途の金はテクノロジーおよびその他産業用需要の10%程度を占めますが、2010年第1四半期から第3四半期の9ヵ月間は前年の同期間に比べて6%減少し、過去最低を記録しました。これはセラミックやベースメタルなどの代替素材が伸び、金の使用量が減り続けているためです。

2010年第4四半期に関する速報によると、昨年からのエレクトロニクス需要の回復基調には引き続き勢いがあります。また、大手半導体メーカーも2011年に向けて強気の予測をしています。端子やコネクタの金コーティングはエレクトロニクス分野で金の使用量が2番目に多い用途ですが、一部のメーカーがコストを下げるためにコーティングを薄くしました。しかし一部のコンポーネントで不具合が発生したため、薄い金コーティングの採用は限定的だったようです。

金の鉱山生産やリサイクルされた金に関するデータは遅れて発表されますので注意が必要です。最新のデータは2010年第3四半期のものです。2010年第4四半期のデータは翌年の2月中旬に発表されます。

鉱山生産と金リサイクル

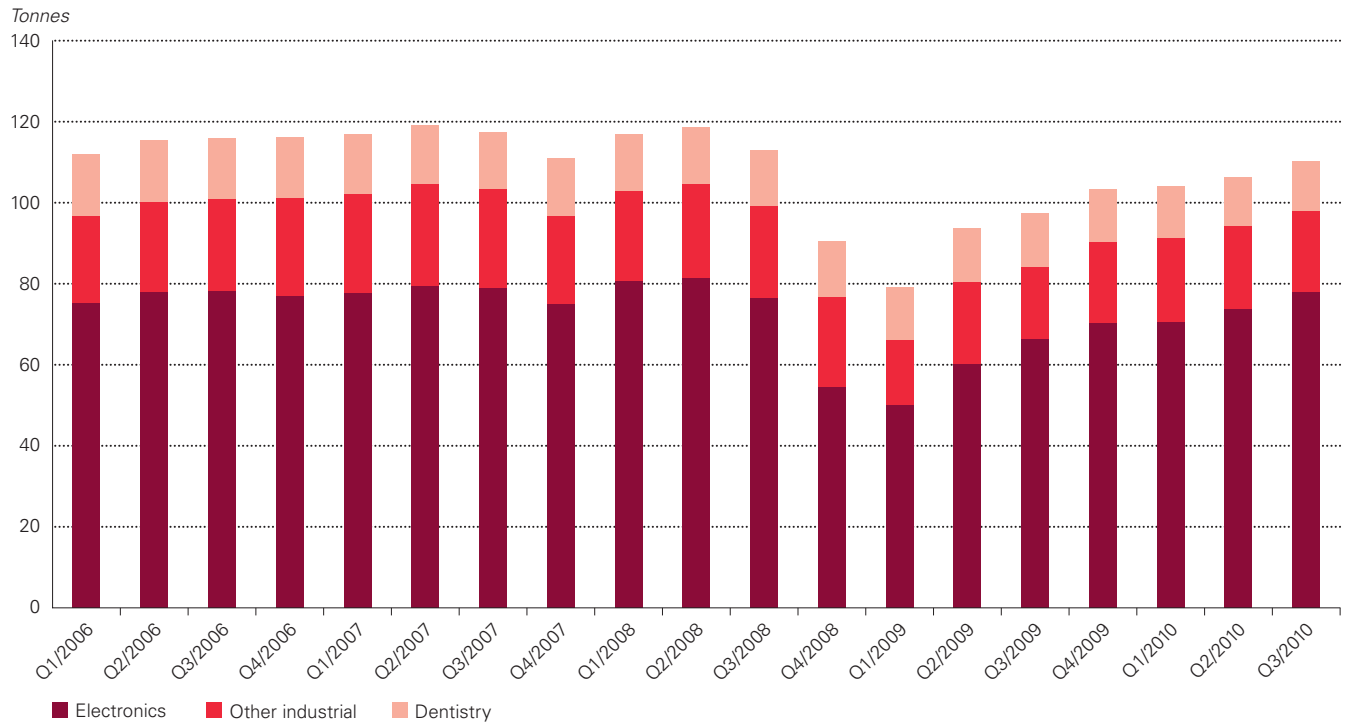
鉱山生産や金リサイクル、公的部門取引を含む金の総供給量は2010年第1四半期から第3四半期の9ヵ月間で2,993.3トンでしたが、前年同期間からは3.1%減少しました。しかしながら、多くの新採鉱業が軌道に乗り、あるいは生産を増加させたことから、鉱山生産高は、最初の9ヵ月間で前年同期間の1,903.7トンから2.6%増加し、1,954.2トンになりました(図18参照)。2010年第4四半期のデータは2011年2月中旬に発表されますが、第1四半期から第3四半期の状況から判断すると、2010年の金生産量は前年に引き続き増加する見込みで、これは10年前に記録した水準に迫る勢いです。

この金生産増に大きく貢献したのはオーストラリアで、ニューモント社のポデントン鉱山の高純度鉱石によって生産量を増やしました。他にも、メキシコではアグニコ・イーグル社がピノス・アルトス鉱山の生産を増加させ、アルゼンチンや米国もバリック社がバラデロ鉱山の生産拡大を継続し、コルテス・ヒルズ鉱山で予想を上回る純度の金を生産して生産増に貢献しました。一方でこれらの生産増を相殺することになったのは、産出量を減らしたペルーとインドネシアでした。

金生産者によるヘッジ売りポジションの解消の動きは、引き続き若干の供給抑制要因になりました。2010年の第1四半期から第3四半期のネット・ヘッジ売りポジションは、84.6トンで前年同期間の127.5トンを下回りました。第4四半期のヘッジ売りに関する数字はまだ最終のものではありませんが、2010年10月の初めにはアングロゴールド・アシャンティ社がヘッジ売りポジションを解消しており、世界のヘッジポジションは約65.0トンまで減少しました。産金会社はヘッジポジションを解消し、市場価格で金を売却するようになりしました。

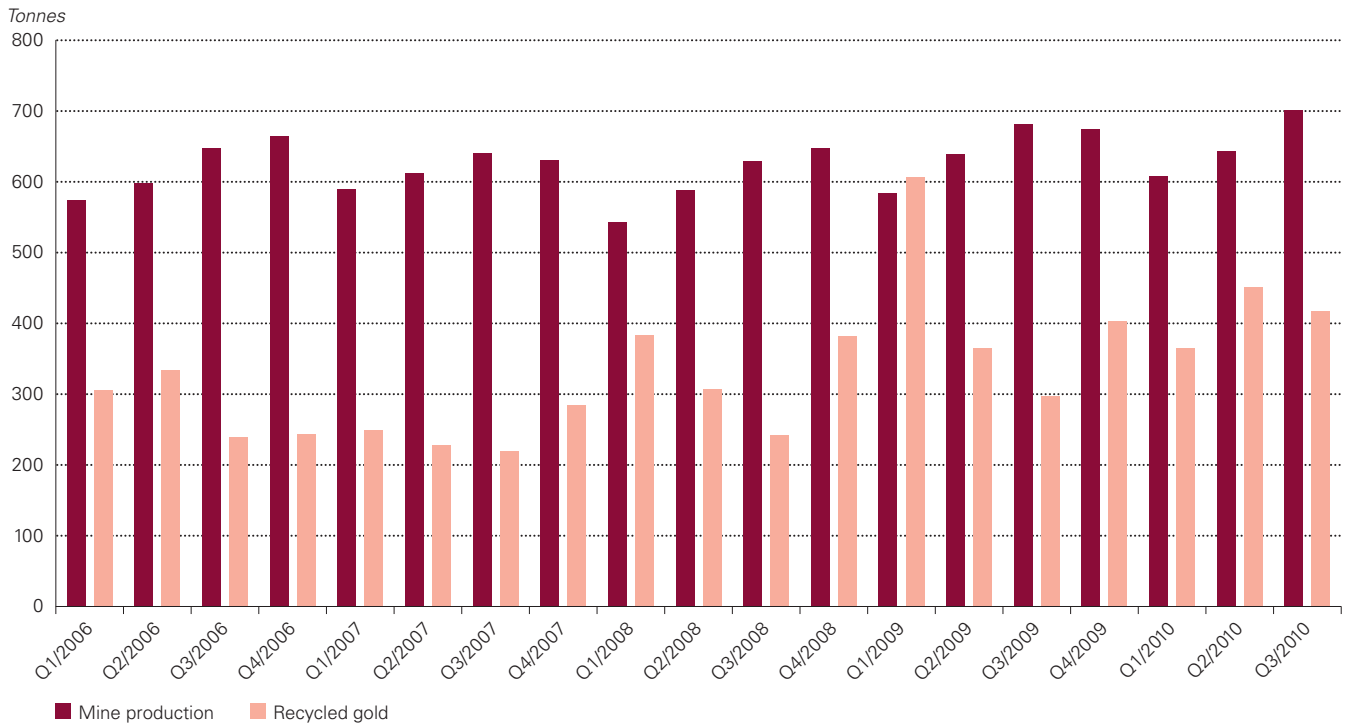
2010年には金価格が上昇を続けましたが、最初の9ヵ月間の金リサイクルは2.7%減少し、前年の1,268.8トンから1,234.8トンになりました。これは新興国で、特にリサイクルされた金の供給に大きく貢献しているインドと中国で経済成長が続いていることが一因です。ただし、金リサイクルは長期的には、特にリサイクルが徐々に拡大してきた欧米の消費者の間では高い水準を維持しています。金価格が高い水準にあることと相まって、欧米市場では金リサイクルによる利益確定が前年水準をわずかに上回ることになりました。同様に、2010年には中東やアジアの市場でも、一貫してリサイクルされた金が供給されていました。ただし、リサイクルした金の供給はこういった伝統的な市場でも難しくなっており、リサイクル市場を一段と大きくするためには、金価格のさらなる上昇が必要になるでしょう。

図17: 用途別産業用金の需要(トン)



Source: GFMS

図18: 金の鉱山生産量と金リサイクルによる供給量(トン)



Source: GFMS

公的部門

国際通貨基金(IMF)は2010年12月21日に、2009年9月の理事会で承認された403.3トンの金を売却する限定的金売却プログラムが完了したことを発表しました。このプログラムの売却代金は基金(endowment fund)の設立に使われ、基金からの収入はIMFの通常のリサーチやモニタリングに使用されます。また売却代金の一部は低所得国の支援にも使われます。

IMFは売却の大部分を市場外で、各国の中央銀行に対して市場価格で行いました。インド準備銀行に対しては200トン、スリランカ中央銀行には10トン、バングラデシュ中央銀行には10トン、そしてモーリシャス中央銀行には2トンの金を売却しました。残りの売却については、第3回中央銀行金売却合意(CBGA3)によって決められた枠の中で、市場で行われました。IMFが昨年行った売却が容易であったことや、金市場に及ぼした影響がわずかだったことは、世界の金市場の深さと広さを証明しています。

ロシア連邦中央銀行は10月に19トン購入し、11月にはさらに9トン購入しました。ロシアの金準備高は、2010年には10月までに131トン増えて合計784トンになりました。これらの追加購入の結果、ロシアの金準備高は今や日本を上回り、世界第8位となりました(表4参照)。

最後になりますが、ベネズエラは11月に金準備高が2トン増えたことを発表しました。このことから2010年前半と同じように、国内で生産した金の購入を継続していくと考えられます。

表4: 公的部門金保有高上位40(2011年1月、IFS)*

		Tonnes	% of reserves**			Tonnes	% of reserves**
1	United States	8,133.5	75.2%	21	Belgium	227.5	38.2%
2	Germany	3,401.8	71.2%	22	Algeria	173.6	4.6%
3	IMF	2,827.2	¹	23	Philippines	156.5	12.5%
4	Italy	2,451.8	69.6%	24	Libya	143.8	6.1%
5	France	2,435.4	67.2%	25	Singapore	127.4	2.6%
6	China	1,054.1	1.8%	26	Sweden	125.7	11.7%
7	Switzerland	1,040.1	17.6%	27	South Africa	124.9	12.8%
8	Russia	784.1	7.2%	28	BIS ²	120.0	¹
9	Japan	765.2	3.1%	29	Turkey	116.1	6.2%
10	Netherlands	612.5	59.6%	30	Greece	111.7	79.6%
11	India	557.7	8.5%	31	Romania	103.7	9.7%
12	ECB	501.4	29.3%	32	Poland	102.9	4.7%
13	Taiwan	423.6	4.8%	33	Thailand	99.5	2.6%
14	Portugal	382.5	82.1%	34	Australia	79.9	8.5%
15	Venezuela	365.8	55.2%	35	Kuwait	79.0	14.2%
16	Saudi Arabia	322.9	3.1%	36	Egypt	75.6	9.4%
17	United Kingdom	310.3	17.5%	37	Indonesia	73.1	3.6%
18	Lebanon	286.8	28.8%	38	Kazakhstan	67.3	10.8%
19	Spain	281.6	39.6%	39	Denmark	66.5	3.5%
20	Austria	280.0	57.8%	40	Pakistan	64.4	16.7%

* This table was updated in December 2010 and reports data available at that time. Data is taken from the International Monetary Fund's International Financial Statistics (IFS), December 2010 edition, and other sources where applicable. IFS data is two months in arrears, so holdings are as of October 2010 for most countries, September 2010 or earlier for late reporters. The table does not list all gold holders: countries which have not reported their gold holdings to the IMF in the last six months are not included, while other countries are known to hold gold but they do not report their holdings publicly. Where the WGC knows of movements that are not reported to the IMF or misprints, changes have been made. The countries showing as having 0.0 tonnes of gold report some gold but less than 0.05 tonnes to the IMF.

** The percentage share held in gold of total foreign reserves, as calculated by the World Gold Council. The value of gold holdings is calculated using the end of October gold price of \$1,346.75 per troy ounce (there are 32,151 troy ounces in a metric tonne). Data for the value of other reserves is taken from IFS, table 'Total Reserves minus Gold'.

1 BIS and IMF balance sheets do not allow this percentage to be calculated. In the case of any countries, up-to-date data for other reserves is not available.

2 BIS data is updated each year from the BIS's annual report to reflect the Bank's gold investment assets excluding any gold held in connection with swap operations, under which the Bank exchanges currencies for physical gold. The bank has an obligation to return the gold at the end of the contract.

Source: IMF, national data, WGC

主要データ

表5: 金の需要 (2009年第4四半期から2010年第3四半期累積)

	Tonnes	% QOQ ¹	% YOY ¹	Value (\$bn)	% YOY ¹
Jewellery	1,978.0	2.0%	10.0%	73,581	43.0%
Identifiable investment	1,281.0	4.0%	-16.0%	48,148	11.0%
of which ETFs and similar products	388.0	-1.0%	-41.0%	14,799	-22.0%
Industrial and dental	424.0	3.0%	18.0%	15,800	52.0%

Source: GFMS, WGC

表6: 金の供給 (2009年第4四半期から2010年第3四半期累積)

	Tonnes	% QOQ ¹	% YOY ¹	Value (\$bn)	% YOY ¹
Mining output	2,629.0	1.0%	3.0%	98,023	33.0%
Net producer hedging	-209.0	-	-	-7,677	-
Total mine supply	2,420.0	2.0%	2.0%	90,346	32.0%
Official sales	-124.0	-10.0%	-	-4,579	-
Recycled gold	1,638.0	8.0%	-1.0%	61,133	29.0%

Source: GFMS, WGC

表7: 金価格

	Q1 2010	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010
Gold (US\$/oz); London PM fix average	1,109.12	1,196.74	1,226.75	1,366.78
% QOQ	0.9%	7.9%	2.5%	11.4%
% YOY	22.1%	29.8%	27.8%	24.3%

Source: The London Bullion Market Association, WGC

表8: ボラティリティ² (単位: %、2010年12月末時点)

	1-month	3-month	6-month	1-year
Gold (US\$/oz)	14.3%	17.4%	15.4%	16.3%

Source: The London Bullion Market Association, WGC

表9: 時価総額

	Value (US\$ bn)
Above ground stocks of gold ³	7,277.0
ETFs (as at 30 September 2010) ⁴	97.9
Notional value of net long non-commercial and non-reportable positions as reported by CFTC gold futures (at 30 September 2010)	36.5

Source: GFMS, LBMA, CFTC, WGC

1 Quarter-on-quarter and year-on-year % change in rolling four-quarter totals.

2 Annualised daily return volatility.

3 Based on 2009 volume and Q4 2010 average gold price.

4 Data: www.exchangetradedgold.com; www.etfsecurities.com; www.ishares.com; Zurich Kantonalbank; Finans Portföy; www.Deutsche-Boerse.com; www.juliusbaer.com.

表10: パフォーマンス

	Gold (US\$/oz)	BarCap US Treasury Aggregate	S&P 500	MSCI World ex-US	DJ UBS Commodity Index	Brent crude oil (US\$/bbl)	Dow Jones/Wilshire REITs Index	Trade-weighted US\$
1-month	2.5%	-1.8%	6.7%	8.1%	10.7%	11.1%	5.1%	-2.1%
3-month	8.6%	-2.6%	10.8%	7.2%	15.8%	15.8%	7.8%	-0.4%
6-month	14.4%	0.0%	23.3%	24.6%	29.2%	27.7%	22.0%	-7.1%
1-year	29.5%	5.9%	15.1%	9.4%	16.8%	22.2%	28.5%	-1.1%
Volatility* (1-year)	16.3%	4.7%	18.1%	18.8%	17.0%	28.4%	28.2%	7.6%

* Annualised daily return volatility.

Source: IHS Global Insight, Barclays Capital, WGC; performance calculations based on total return indices unless not applicable

表11: 相関 (2010年12月24日までの3年間、週ベースリターン)

	Gold (US\$/oz)	Trade-weighted US dollar	Brent crude oil (US\$/bbl)	S&P GS Commodity Index	R/J CRB Index	DJ UBS Commodity Index	BarCap 1-3 month T-bills	BarCap US Treasury Index	BarCap US Credit Index	BarCap US High Yield Index	S&P 500	DJ Industrial Average	Russell 3000	MSCI World ex-US	DJ/Wilshire REITs Index
Gold (US\$/oz)	1.00														
Trade-weighted US dollar	-0.44	1.00													
Brent crude oil (US\$/bbl)	0.35	-0.49	1.00												
S&P GS Commodity Index	0.35	-0.58	0.93	1.00											
R/J CRB Index	0.38	-0.62	0.88	0.97	1.00										
DJ UBS Commodity Index	0.40	-0.63	0.81	0.94	0.98	1.00									
BarCap 1-3 month T-bills	0.00	0.04	-0.06	-0.07	-0.12	-0.14	1.00								
BarCap US Treasury Index	0.06	-0.01	-0.34	-0.34	-0.33	-0.30	0.17	1.00							
BarCap US Credit Index	-0.08	-0.22	-0.09	-0.03	-0.01	0.02	-0.08	0.63	1.00						
BarCap US High Yield Index	-0.07	-0.40	0.35	0.43	0.44	0.46	-0.26	-0.27	0.42	1.00					
S&P 500	-0.02	-0.47	0.47	0.51	0.53	0.51	-0.20	-0.40	0.03	0.65	1.00				
DJ Industrial Average	-0.06	-0.42	0.44	0.47	0.49	0.47	-0.17	-0.40	0.01	0.62	0.98	1.00			
Russell 3000	-0.01	-0.48	0.48	0.52	0.54	0.52	-0.20	-0.41	0.02	0.66	1.00	0.98	1.00		
MSCI World ex-US	0.13	-0.73	0.55	0.64	0.67	0.66	-0.24	-0.29	0.18	0.69	0.85	0.82	0.86	1.00	
DJ/Wilshire REITs Index	0.01	-0.35	0.34	0.35	0.37	0.36	-0.02	-0.36	-0.02	0.51	0.79	0.75	0.80	0.62	1.00

Source: IHS Global Insight, Barclays Capital, WGC; performance calculations based on total return indices unless not applicable

免責事項

本レポートはワールド・ゴールド・カウンシル（以下「WGC」、10 Old Bailey, London EC4M 7NG, United Kingdom）が公表しています。Copyright © 2011. All rights reserved. 本レポートの著作権はWGCにあり、著作権、商標およびその他の知的所有権に関する米国法および国際法によって保護されています。本レポートは、一般的な情報および教育的な目的のためにのみ提供されます。本レポートの情報は、信頼できると判断した情報源から得られた、一般的に利用可能な情報に基づいています。WGCは、本レポートの情報に対する更新または変更の通知を保証しません。意見の表明についてはいずれも執筆者が行うものであり、予告なく変更されることがあります。本レポートの情報は「そのままの状態」で提供されます。WGCは、本レポートの情報に関してはいかなる種類の明示的または黙示的な表明もしくは保証も行いません。これには (i) 特定の目的もしくは使用のための商品性もしくは適合性の表明もしくは保証、または (ii) 正確性、完全性、信頼性もしくは適時性に関する表明もしくは保証を含みますが、これらに限定されるものではありません。上記のいずれも制限することなく、いかなる場合も、WGCまたはその関係者は、本レポートの情報に依拠して行われたいかなる決定または措置についても責任を負いません。また、いかなる場合も、WGCおよびその関係者は、本レポートから生じる、または本レポートに関連する結果的、特別、懲罰的、付随的、間接的、または類似の損害のいずれについても、かかる損害の可能性を通知された場合であっても、一切の責任を負わないものとします。本レポートのいかなる部分についても、WGCの書面による事前の了解なく複製、再生、再発行、販売、配布、送信、回付、修正、表示したり、またいかなる目的でも使用

したりすることはできません。これには二次的著作物を作成する際に本レポートを利用する場合も含まれますが、これに限定されるものではありません。WGCの許可を事前に申請する際には、research@gold.orgまでご連絡ください。いかなる場合も、本レポートで使われているWGCの商標やイラスト、その他のWGCが所有権を有する項目については、それらに関連する原文内容と切り離して再生することはできません。使用する場合はinfo@gold.orgで申請することができます。本レポートは、金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品を売買したり売却するように薦めたりするものではなく、そのように解釈すべきものでもありません。本レポートは、金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品を後援、支持、是認、または売り込むために書かれているものではなく、そのように解釈すべきものでもありません。

本レポートは、金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品の購入、販売またはその他の処理に関して何かを推奨したり、投資等に関する助言を提供したりすることを意図したものではありません。これには投資を考えている投資家の投資目的や財務状況に何らかの金関連取引が適しているという趣旨の助言も含まれますが、これに限定されるものではありません。金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品への投資にあたって意思決定を行う場合は、本レポートのいずれの記載内容にも依拠すべきではありません。投資を考えている投資家は、その意思決定を行う前に、自身の財務アドバイザーに対して助言を求め、自らの金融要件や財務状況を考慮し、かかる投資の意思決定に関連するリスクを慎重に検討する必要があります。



The printer is accredited to
ISO14001 environmental standard.

World Gold Council

10 Old Bailey, London EC4M 7NG
United Kingdom

E investment@gold.org

T +44 20 7826 4700

F +44 20 7826 4799

W www.gold.org