

# ゴールド・インベストメント・ダイジェスト

## 2011年第1四半期

2011年4月号

www.gold.org

### 概要

その長期的需給動向や複数のマクロ経済要因から、2011年第1四半期においても金は引き続き魅力的な投資資産としての地位を確保しました。1月の調整局面を経て金は堅調に推移し、第1四半期のリターンは2.4%でした。

### 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

### 価格動向

ロンドン金価格(London PM fix、ロンドン午後決め値)は2011年第1四半期に2.4%上昇し、3月31日に1,439.00米ドル/オンスに達しました。しかし価格上昇に伴い、金のボラティリティはむしろ継続的に低下しました。日本では、度重なる危機を受けて3月に円が一時的に高騰したにもかかわらず、円ベースの金価格は第1四半期末に28年ぶりの高水準を記録しました。他の国々では、米ドルが多くの通貨に対して下落する中で金の上昇率は緩やかであり、マイナスとなる国もありました。

### 投資動向

金市場の投資家動向は、2011年第1四半期においては地域によって異なりました。米国や英国の上場投資信託(ETF)市場は、年末のリバランスや一部利益確定の動きを背景にネットの資金流出となる一方、欧州大陸やインドの投資家は金への配分を引き上げました。最近のデータによると、3月後半から4月初めにかけてはネット流入基調に回帰しています。地金・金貨購入は高水準を維持し、先物市場や店頭市場(OTC)も活況でした。

**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**  
マネージング・ディレクター、インベストメント  
marcus.grubb@gold.org

### 市場と経済の影響

投資家心理は、2011年第1四半期前半は改善しました。しかし、度重なる地政学的不安が経済成長の正常化を遅らせ、景気を大幅に減速させる可能性も高めました。また、特に食料品・エネルギー価格がもたらすインフレは世界中の消費者にとって引き続き深刻な懸念要因となります。これら2つの要因も影響し、投資家は金のユニークな特性と富の保全としての役割に注目しています。

### 金市場動向

2011年第1四半期の速報値からは、金市場動向は価格の変動等を受けて堅調ながらも強弱交錯する展開となったことが読み取れます。各国中央銀行は限定的売却と買い増しという最近の傾向を維持しました。さらに、鉱山生産量は2010年に増加したものの、新興国市場の経済成長によって物価高の影響が一部軽減され、金リサイクルによる供給量はわずかに減少しています。

# 価格動向

金価格は上昇トレンドを維持し、2011年第1四半期に2.4%上昇した結果、ロンドン金価格は四半期末に1,439米ドル/オンスに達しました(以降、本レポートで言及する金価格はすべてロンドン午後決め値を指します)。金のパフォーマンスは、過去2年間の四半期平均6.2%の上昇と比較するとやや低いようにも見えますが、その堅調で一貫性のある成長トレンドは、投資家ポートフォリオの分散効果やリスク管理、資産保全などの面で大きく寄与しました。

2010年第4四半期に1,366.78米ドル/オンスだった金価格は、2011年第1四半期には平均1.4%上昇して1,386.27米ドル/オンスになりました(図1参照)。金価格は、第1四半期初めに調整局面を迎え1月29日に1,319.00米ドル/オンスまで下落したものの、その後3月まで一貫して過去最高値を更新し続け、4月に入ってもこの流れは継続しています。重要なのは、1月の5.6%という下落幅は、単月の値動きとしては1標準偏差を多少上回る程度だったということです。なお、過去10年間の月間平均ボラティリティは4.9%です。

その長期的需給動向や様々なマクロ経済要因から、金は引き続き魅力的な投資資産としての地位を確保しました。第1に、米ドルが、対主要通貨で下落し、ドルに対して負の相関性を持つ金価格を下支えしました。第2に、連邦

準備制度理事会(FRB)が低金利政策の維持を示唆する発言をしているため、米国のインフレ上昇懸念が定着している点が挙げられます。第3に、インドや中国などのインフレ率は鈍化したようにも見えますが依然として高止まりしており、このことが、上海金取引所での金現物引渡し量が高水準にあることからわかるように金市場の活況に繋がっています。第4に、アフリカや中東の政情不安、日本における自然災害の影響で、資産保全・流動性確保手段としての金の信頼性が注目されています。金価格は、たとえば原油価格ほどは変動しませんでした。これは金が経済的なショックや地政学的なショックを緩和でき、ボラティリティが相対的に低いということが一因でした。また、各国中央銀行の動向は、限定的供給と潜在的な買い越しというトレンドの継続を示唆しています。

図1: 金価格 (London PM fix、米ドル/オンス)



Source: LBMA

## 先進国市場

2011年第1四半期は、米ドルベースの金価格は引き続き上昇しました。しかし、米ドルがほとんどの主要通貨に対して概ね下落する中、カナダドルや英ポンド、ユーロの金価格はそれぞれ0.8%、1.9%、4.3%下落しました。これに対し、スイス・フランと豪ドルではほぼ横ばいで推移しました(表1参照)。特筆すべき例外は円でした。

欧州では様々な要因が作用して投資家心理が改善されましたが、特に有効に作用したのはユーロでした。割安なバリュエーション、欧州の一部の国々における成長見通しの上方修正、タカ派的な欧州中央銀行(ECB)の金利正常化期待等を受け、2011年第1四半期にユーロは対米ドルで7%超上昇しました。英ポンドもこうした環境下で恩恵を受けましたが、そのパフォーマンスはユーロほど堅調ではなく、第1四半期末時点での対米ドル上昇率はユーロの半分程度でした。2010年に既に大幅高となっていたスイス・フランは同じトレンドを維持し、対米ドルで2.2%上昇しました。

最大の上昇率を示したのは円ベースの金価格であり、2011年第1四半期には四半期末にかけて円安ドル高が進行したため、3.7%上昇して119,192.37円/オンスになりました。日本を大震災が襲い、東北沿岸が津波に見舞われると円は大半の通貨に対して上昇しましたが、3月末にかけて反落しました。日本の投資家は重大な局面が発生すると海外から資本を引き揚げるのが一般的ですが、今回もこの行動パターンに従ったと思われます。しかしこの行動パターンがいったん収束すると、円は米ドルに対して下落しました。理由の1つとしてG7による協調介入が挙げられますが、これは円安誘導に向けた協調姿勢を示すものと解釈されました。

金は2011年第1四半期に米国債市場を始めとする公債市場をアウトパフォーム(米ドルベース)し、先進国株式市場と比較しても中程度のパフォーマンスを示しました(図2参照)。先進国株価指数の中で最大のリターンをもたらしたのは欧州株式であり、通貨高騰等を背景にして第1四半期に6.5%上昇しました。これに次ぐリターンを達成したのは米国株式市場で、同期間に5.6%上昇しました。一方、MSCI パシフィック・インデックス(除く日本)の上昇は2%に留まり、経済成長を巡る懸念の広がりから日本株式は5.7%下落しました。

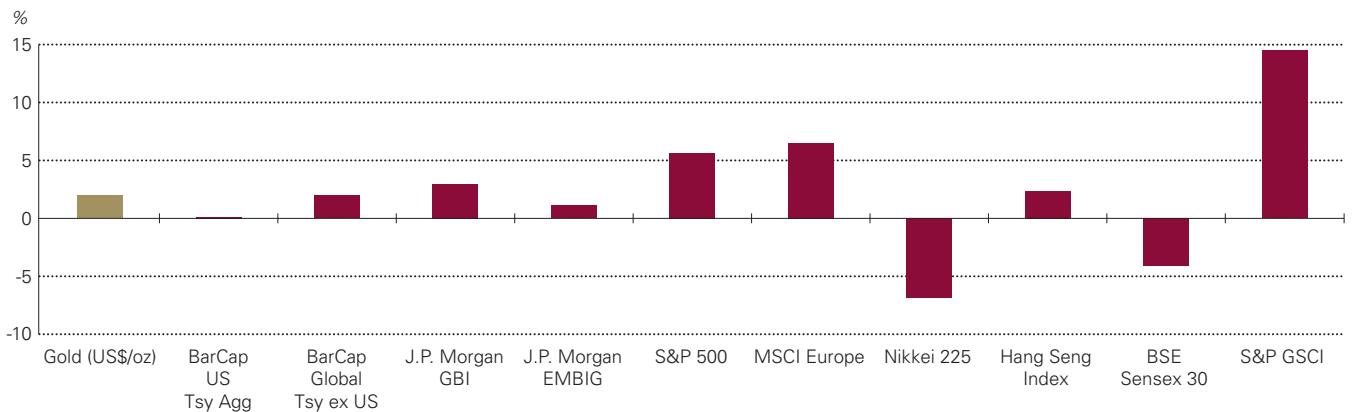
表1: 金のパフォーマンス - 先進国市場

	Last price 31 Mar 2011	2011 max	2011 min	% QoQ	% YoY	% Vol*
US\$/oz	1,439.00	1,447.00	1,319.00	2.4	29.0	14.9
GBP/oz	895.79	897.36	822.24	-1.9	22.0	16.2
EUR/oz	1,014.09	1,059.45	963.25	-4.3	23.0	16.9
CHF/oz	1,317.84	1,340.61	1,242.63	0.1	12.4	15.6
JPY/oz	119,192.37	119,192.37	108,165.60	3.7	14.4	16.6
CAD/oz	1,395.54	1,413.00	1,314.72	-0.8	23.2	16.6
AUD/oz	1,389.13	1,431.52	1,308.25	0.1	14.3	17.2

\*Annualised volatility based on daily returns.

Source: Bloomberg, LBMA, World Gold Council

図2: 各種資産のパフォーマンス(米ドルベース、2011年第1四半期)



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

Source: Bloomberg, Barclays Capital, J.P. Morgan

## 新興国市場

多くの新興国が金市場で重要な役割を果たすようになってきており、こうした国々では現地通貨ベースの金価格が上昇しました(表2参照)。南アフリカでは、南アフリカ・ランドの対米ドル下落を背景に金価格は4%上昇しました。ただし、インドや中国、トルコにおける現地通貨ベースの金のパフォーマンスについては、0.8%程度の通貨高が上昇分を一部相殺するかたちとなり、米ドルベースのパフォーマンスよりもやや低い上昇率になりました。たとえば、トルコ・リラや中国・元、インド・ルピーの金価格はそれぞれ1.6%、1.7%、1.8%の上昇でした。インドでは、第1四半期の金価格は引き続き平均2万ルピー/グラム(62,200ルピー/オンス)を超えており、中国でも同期間の平均価格は290元/グラムを上回りました。一方ロシアでは、ルーブルが対米ドルでユーロと同様の7%という上昇率になり、現地通貨ベースの金価格は4.8%下落しました。

米ドルベースでは、金のパフォーマンスは新興国株式並みとなりました。これは、インフレに誘発された金融・財政引き締めを背景にして一部新興国の経済成長が減速したためです(図2参照)。新興国債券市場のインデックスであるJPモルガンEMBIGインデックスは、地政学的懸念に起因する投資家のリスク回避志向の高まりを受け、第1四半期のリターンは1桁台前半でした。香港ハンセン株価指数(Hang Seng Index)は第1四半期に2.3%上昇し、ボンベイ証券取引所(BSE)のムンバイSensex30種指数に代表されるインド株は同期間、高ボラティリティやインフレ率の高止まり、高金利に対する懸念から4.5%超下落しました。

表2: 金のパフォーマンス – 新興国市場

	Last price 31 Mar 2011	2011 max	2011 min	% QoQ	% YoY	% Vol*
RUB/oz	40,889.55	42,488.10	39,051.81	-4.8	24.6	16.2
TRY/oz	2,221.02	2,320.67	2,078.35	1.7	31.0	17.2
CNY/oz	9,423.44	9,487.69	8,700.12	1.6	23.7	14.5
INR/oz	64,161.41	64,767.72	60,364.04	1.8	28.0	14.8
ZAR/oz	9,741.09	10,043.87	9,172.44	4.0	20.2	16.2

\*Annualised volatility based on daily returns.

Source: Bloomberg, LBMA, World Gold Council

## コモディティのパフォーマンス

2011年第1四半期は、コモディティのパフォーマンスは強弱感が交錯していました(表3参照)。代表的なコモディティ指数の大半は、エネルギー関連コモディティの大幅高に牽引されて第1四半期に上昇しました。農産物や銀も堅調なパフォーマンスを示しましたが、多くの産業用金属で価格が下落しました。エネルギー関連コモディティの組入比率が高い(指数の67%を占める)S&P GSCIコモディティ指数は第1四半期に14.8%上昇し、一方でより分散的な銘柄で構成されているDJ-UBSコモディティ指数はわずか4.4%の上昇となりました。

原油価格はアフリカや中東の政情不安を背景として上昇し、その結果、世界各国でガソリン価格が2008年夏以来の高水準となりました。北海ブレント原油は24.3%上昇して第1四半期末に117.25米ドル/バレルとなり、ガソリン価格も米国で3米ドル/ガロンの大台を突破しました。銀も第1四半期に記録的水準に達し、23.6%上昇して四半期末までに35米ドル/オンスを上回りました。このトレンドは、コモディティ価格が数十年ぶりの高値に到達する中で4月に入っても継続しています。金価格の着実な上昇にもかかわらず、銀の最近の動きを受けて金・銀レシオは1983年以来の低い水準にまで落ち込みました。スズへの需要も強く、第1四半期には17.4%上昇しました。これに対し、銅や亜鉛、パラジウムは第1四半期にそれぞれ3.5%、4.7%、4.8%下落しました。

金の上昇は他の多くのコモディティと比較すると目立たないものの、年間ベースで見るとボラティリティはきわめて低く、引き続き安定したリターンを示しています。一般的に、金は他のコモディティとの相関性が低い傾向にあるため、投資家のポートフォリオに高い分散効果をもたらします。

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)	2.4	29.0	13.0
Silver London fix (US\$/oz)	23.6	116.4	39.9
Palladium (US\$/oz)	-4.8	59.1	31.8
Platinum (US\$/oz)	-0.1	7.6	18.3
Aluminum (US\$/t)	5.7	13.6	17.6
Copper (US\$/t)	-3.5	20.0	26.3
Lead (US\$/t)	5.1	28.3	38.8
Nickel (US\$/t)	4.5	4.6	31.3
Tin (US\$/t)	17.4	72.4	28.1
Zinc (US\$/t)	-4.7	-1.8	26.6
Brent crude oil (US\$/bbl)	24.3	44.2	28.8
S&P GS Commodity Index	14.8	36.9	18.6
S&P GS Agriculture Index	4.0	70.0	28.3
S&P GS Livestock Index	7.4	10.9	15.8
DJ-UBS Commodity Index	4.4	28.5	15.8
R/J CRB Commodity Index	8.0	31.7	15.9

\*Annualised volatility during Q1 2011 based on daily returns.

Source: Bloomberg, World Gold Council

## 価格ボラティリティ

2011年第1四半期には株式市場のボラティリティが増大しました。その背景には、特にアフリカや中東における地政学的懸念、また欧州のソブリン債務危機、日本を襲った自然災害とその影響などがあります。第1四半期末の株式市場リスクは、VIX指数で見ると引き続き昨年末の水準を上回っています(図3参照)。コモディティのボラティリティも第1四半期には上昇傾向となりました。

一方、第1四半期の早い段階に見られた金価格の調整とそれに続く終盤のリバウンドにもかかわらず、金の歴史カル・ボラティリティは第1四半期中に一貫して低下しました。2011年第1四半期の平均ボラティリティ(年率換算)はわずか13%となり、過去20年間のトレンド値15.8%を下回りました。月次(22日)の歴史カル・ボラティリティも3月末時点で12.9%でした。

実際、金の際立った特徴の1つとしてショックを緩和できることがあり、多くのコモディティのみならず株価指数と比較しても、より安定したペースで推移する点が挙げられます。金は、2011年第1四半期に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第1四半期の日次リターンのボラティリティは18.6%でしたが、一方で金は13%でした。一方、銀価格は39.9%というかなり高め平均ボラティリティを示し、鉛やパラジウム、ニッケルもそれぞれ30%超の平均ボラティリティを示しました。他の多くのコモディティでも、第1四半期に28.8%に達した原油も含め、ボラティリティが25%を上回りました。

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)

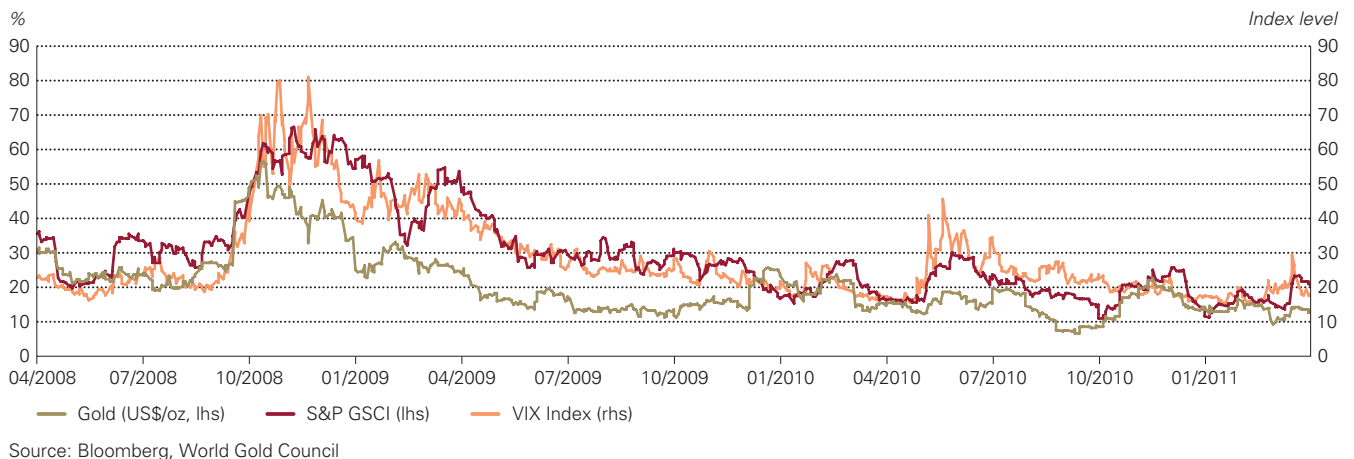
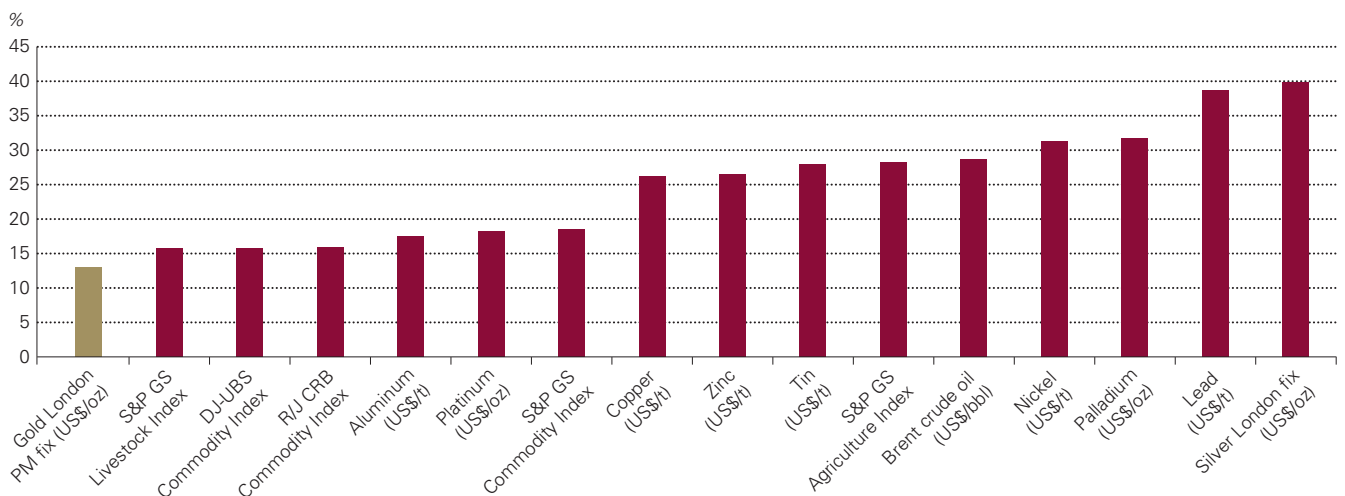


図4: コモディティの日次ボラティリティ (年率換算、2011年第1四半期)



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。



# 投資動向

2011年第1四半期における金市場の投資家動向は、地域によって異なりました。米国や英国の上場投資信託(ETF)市場はネットで資金流出となる一方、欧州やインドではETFに対する需要が増大しました。地金や金貨の購入は引き続き高いレベルで維持され、先物市場や店頭市場は1月には低迷しながらも第1四半期末までには持ち直しました。

## 上場投資信託(ETF)

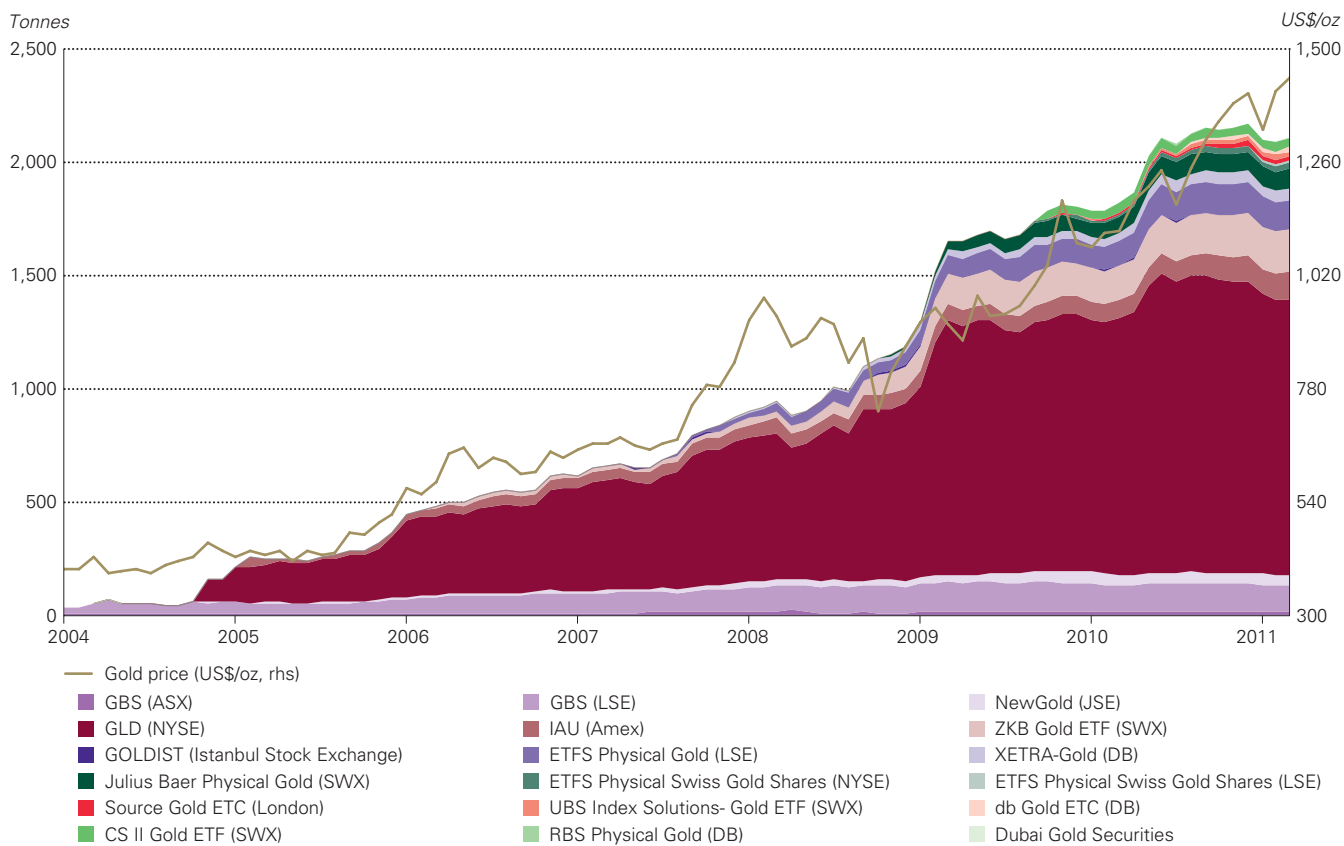
ワールド・ゴールド・カウンシルがモニターしている金ETFは、2011年第1四半期は全体として流出超過となりました。しかしETFは、金市場に参加する必要不可欠な方法として定着しており、ETFの金保有残高は引き続き堅調に推移しています。第1四半期末時点でETFの金保有残高は合計2,110.3トン(976億米ドル相当)でした(図5参照)。また、動向は地域によって異なりました。売却が最も多かったのは米国およびロンドンでしたが、その他の大半の国々では流入超過となりました。

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、2011年第1四半期のネット流出量は69.5トンに上りました。これは主に、金価格の調整と投資家による年末ポジションのリバランスが1月に重なったためです。

いずれもロンドンで上場されているETFs Physical Gold SharesとGBSのネット流出量はそれぞれ7.6トンと8.0トンでした。一方、NYSE上場のiShares Gold Trust(IAU)、スイスで上場されているJulius Baer Physical Gold、UBS Index Solutions-Gold ETFは最大の流入量を記録し、それぞれ7.6トン、6.5トン、4.8トンの金保有の追加となりました。

インドの金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)について、速報値は好調なトレンドの継続を示しています。さらに、2011年第1四半期には金ミューチュアル・ファンド(インドの投資家にとっては利用しやすい傾向にある)が新たに設定されました。こうした投資手段は、インド国民の金ETF投資を促進すると予想されます。

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: Bloomberg, LBMA, Respective ETF/ETC providers, World Gold Council

## ETFオプション取引

ETFオプション市場は堅調に推移しており、引き続き投資家に戦略の選択肢を提供しています。こうした金融商品の取引高は、そのほとんどがGLD（SPDRゴールド・シェア）オプションによるものです。ETF市場で見られた資金の流出に歩調を合わせ、第1四半期のGLDオプション取引高も前期比ベースで減少しました。ただし、第1四半期の1日当たり平均取引高は234,724枚となっており、2010年全体の1日当たり平均取引高208,131枚を上回っています。全体的には、第1四半期は引き続きコールオプション取引高がプットオプション取引高を上回りました。同様に、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第1四半期に平均210万枚となりました（プットオプションは170万枚）。ただし、2011年に入ると金価格下落から投資家が一部コールオプションの権利を行使したと見られ、2010年第4四半期と比較するとプットオプションの建玉よりもコールオプションの建玉のほうが大きく減少しました。

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、第1四半期を通じて安定したペースで低下して3月末時点で13.4%となりました。同様に、GLDの3ヵ月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12月末の20.3%から3月末時点で15.7%まで低下しました。3ヵ月インプライド・ボラティリティと3ヵ月ヒストリカル・ボラティリティのブレッドは1月と2月にほぼゼロでしたが、3月に再び拡大して1%弱に達しました。これは現物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への需要が第1四半期末に増加したことを意味しています。

## 金先物取引

投機的な投資需要の尺度として用いられる、COMEXが公表しているノン・コマーシャルとノン・レポータブルの合算ネット買い越し残は、2011年第1四半期は減少しました。第1四半期のネット買い越し残は2,240万オンス（698.8トン）近辺で推移しました。これは2010年全体の平均2,630万オンスは下回りますが、過去3年間の平均2,040万オンスは上回りました（図6参照）。またネット買い越し残を投資家別に、合計建玉に占める比率で分析してみると、資産運用会社が引き続き市場で活発に動いていることがわかります（図7参照）。一般に、健全な買い越しは、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。

## 店頭市場（OTC）

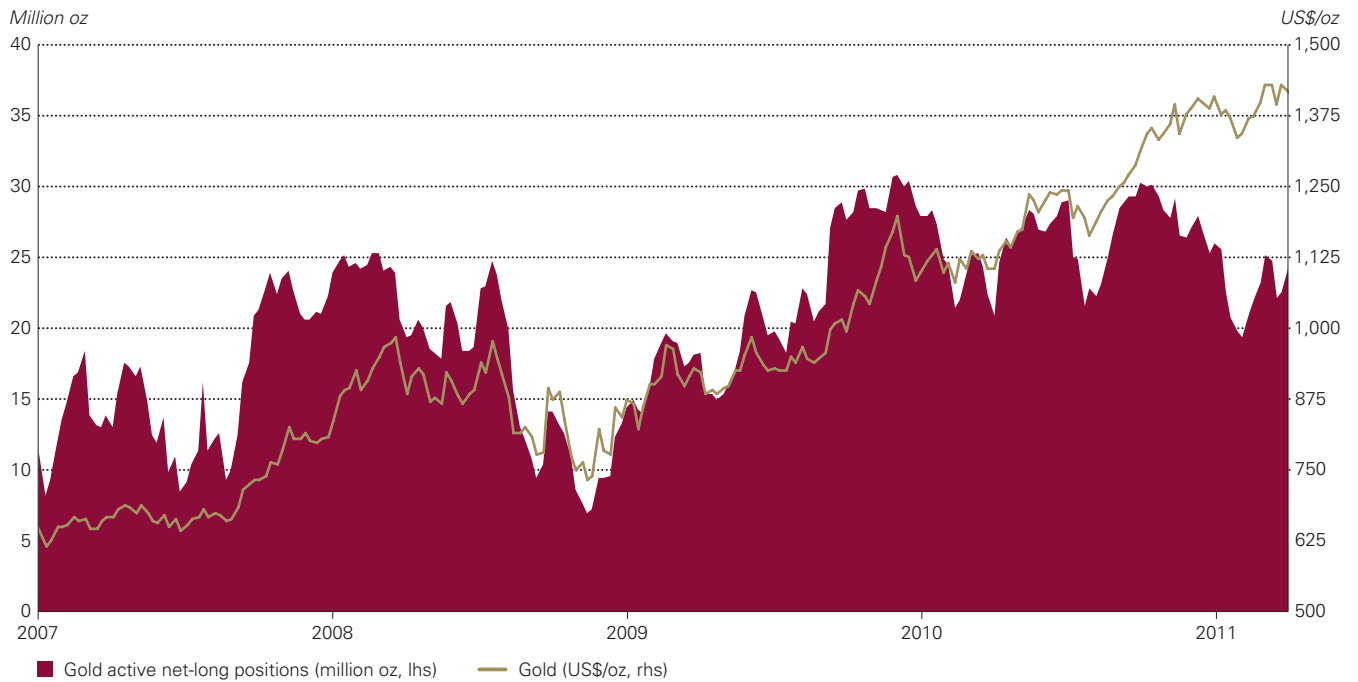
金取引の大半は、地金現物を対象とした世界中の大口投資家向け店頭市場（OTC）で行われます。OTC市場は世界屈指の流動性を提供する奥行きのある市場ですが、規制対象外の場外取引であるため、取引情報のすべてが必ずしも公開されるとは限りません。ただし、世界の金市場における取引高がかなり大きいことは明らかで、ソブリン債などの他の優良資産の取引高に匹敵するか、それをも凌駕する規模に上ると言われています。

ロンドン貴金属市場協会（LBMA）が行った加盟メンバーへの実態調査では、2010年に口座間を移動したネットの金受渡し高は、2010年の平均価格をベースにすると1日当たり平均220億米ドルの規模に上ると試算されています。しかし実際は、プリオン・バンク間の取引高はこの数字を大幅に上回ります。多くのプリオン・バンクが、実際の1日当たりの取引高は少なくともその3倍になり、最大10倍に上る可能性もあると見ています。これを前提に考えれば、世界のOTC取引額は670億米ドルから2,110億米ドルの間ということになります。

LBMAが公表したデータによると、2011年第1四半期のOTC市場はETF市場や先物市場と同様の展開を辿りました。取引高は1月の調整相場で増加し、8ヵ月ぶりの高水準となる1日当たり261億米ドルに達した後、価格の回復を受けて2月に減少しました。このパターンが続くと想定した場合、ETF市場や先物市場の動向から判断すると、金価格が着実に上昇し続けたことからOTC取引高も3月には持ち直したと見られます。



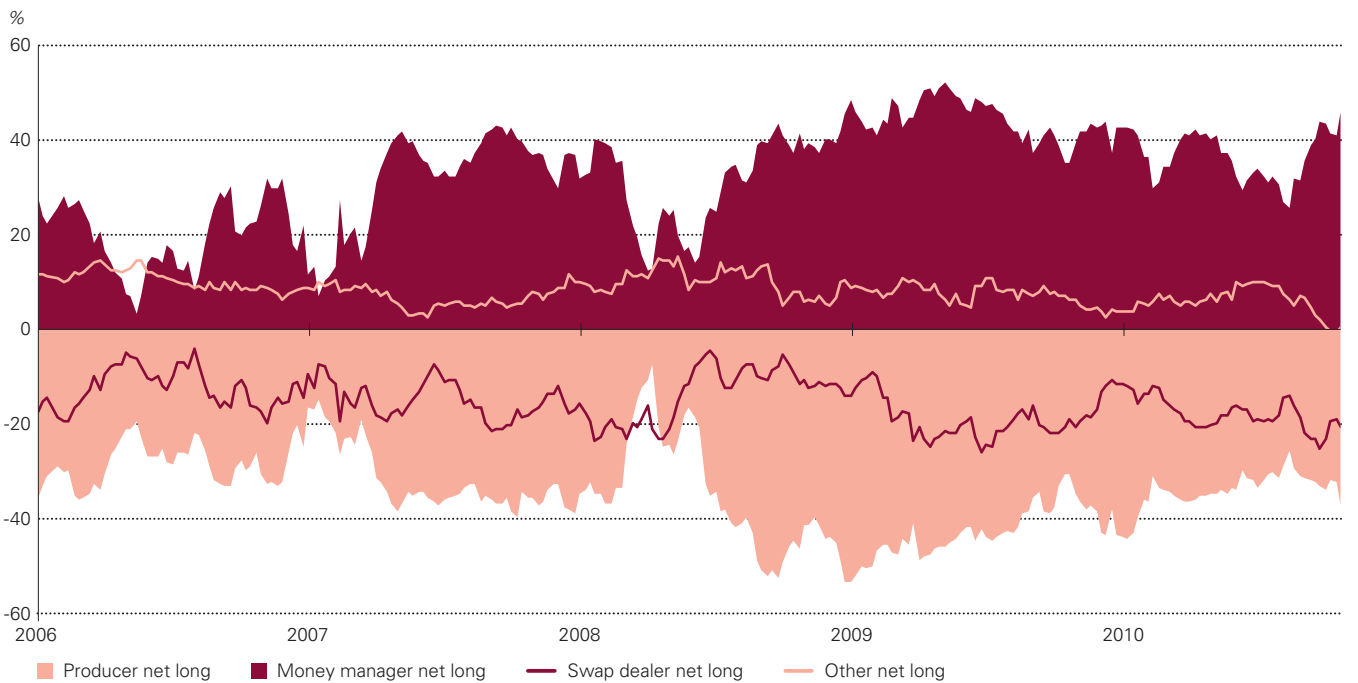
図6: COMEX金先物市場のネット買い越し残\*と金価格(米ドル/オンス)



\*Net long non-commercial and non-reportable contracts.

Source: Bloomberg, COMEX, World Gold Council

図7: 投資家別ネット買い越し残(建玉に占める比率)



Source: Bloomberg, World Gold Council

## 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。2010年第4四半期に236.6トンだった上海金取引所での金現物引渡し量は、2011年第1四半期には計278.5トンに上りました。第1四半期の取引高も高い水準を維持し、1,424.6トンでした。個人投資家向け商品への需要は引き続き旺盛で、金貯蓄に対する需要も堅調でしたが、これはたとえば中国工商銀行(ICBC)が北京で発売した純金積立商品(GAP)が活況を呈したことからわかります。また第1四半期は、中国の旧正月祝賀行事があるため、昔から金が盛んに購入される時期でもあります。中国で金が他の資産をアウトパフォームした事実と合わせて、このことが投資需要を押し上げる要因となったことは様々な事例からわかります。

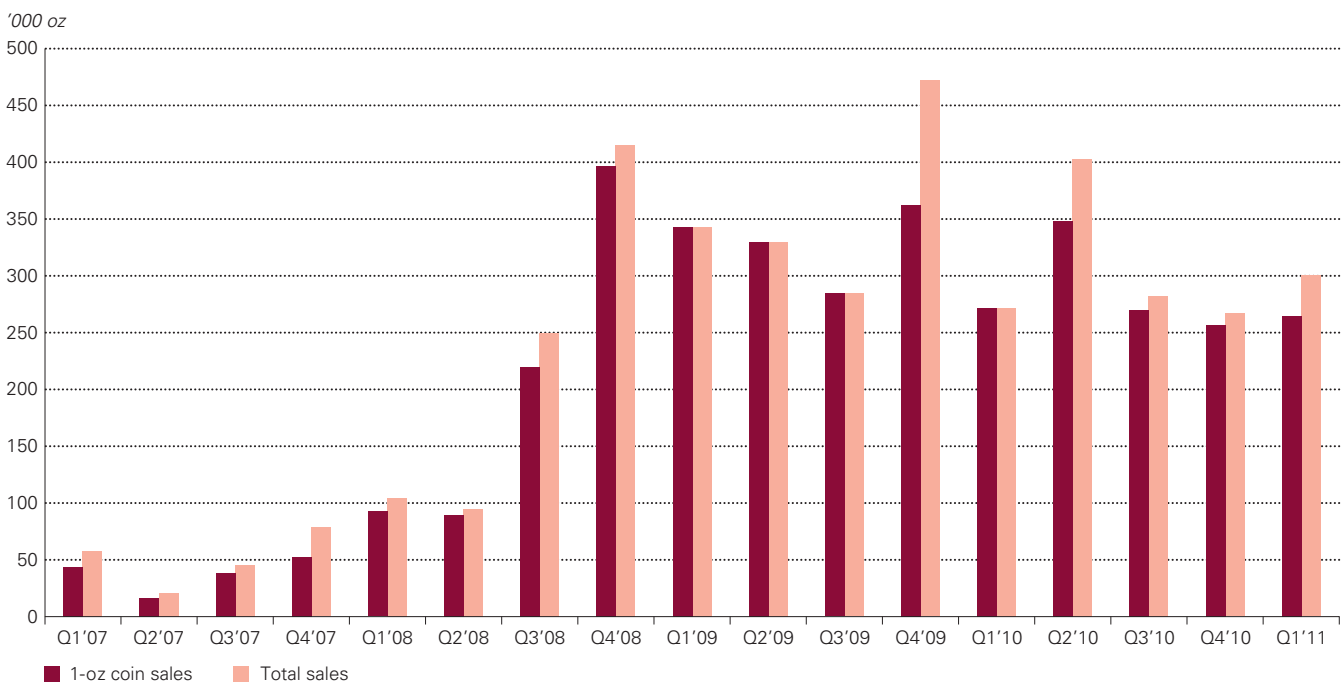
その他のアジアの国々においても金投資は引き続き堅調でした。台湾では第1四半期の地金輸入量が4.2トンに達しました。輸入した地金の80%は現地の金宝飾品メーカーが使用し、残り20%は投資家が地金現物として、あるいは台湾銀行(BOT)の金口座(Gold Passbook)制度を介して口座保有者として取得していると推定されています。<sup>2</sup> 実際、取引高が前四半期比で60%、前年比で200%と急伸する中、2011年第1四半期のGold Passbookの販売は過去最高を記録しました。ベトナムでは、インフレ率が

継続的に上昇したことから現地通貨ベースで金価格が上昇したにもかかわらず、個人投資家の投資需要は一貫して堅調に推移し、2011年第1四半期には14トンを記録しました。インフレは前年比+13.9%進行し、ベトナム・ドンは2月に対米ドルでさらに9%価値を下げました。こうしたベトナムの状況からは、本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。

インドでは1月に、中国における旧正月中の需要急増を受けて投資家への現物供給が不足し、国内市場でプレミアムの上昇に直面しました。しかし、婚礼シーズン中に宝飾品へと姿を変えて販売されることになる、地金や金貨のかたちでの金現物に対する投資需要もまた旺盛だったことが様々な事例からわかります。

欧州や北米における地金および金貨に対する個人投資家需要もまた、他の様々な投資需要において見られた動きに呼応して、2011年第1四半期も引き続き堅調に推移しました。投資家は、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様々な理由や目的で地金・金貨を購入しました。米国では、米国造幣局によると直近2四半期の金貨販売高を上回る30万オンス(9.3トン)相当のアメリカン・イーグル金貨が投資家によって購入されました(図8参照)。

図8: アメリカン・イーグル金貨の販売\*



\*Total sales include one, half, quarter and tenth ounce coins.

Source: The United States Mint

2 金貯蓄口座の一種であるGold Passbookは1997年に発売されました。

## 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)。

2008年と2009年の金融危機の際にはカウンターパーティ・リスクに関する懸念からLIBORが急上昇して短期的に急騰しましたが、この時期を除いて金のリース・レートは2003年の早い時期から極めて低い水準に留まっています。過去12カ月間、欧米諸国のゼロ金利政策や金生産者のヘッジ解消の動きなどから、リース・レートは低い状態が続いています。2011年第1四半期は、3カ月物リース・レートは平均-0.05%で推移しました(図9参照)。1カ月物および2カ月物の平均リース・レートもそれぞれ-0.065%と-0.056%といずれもマイナスでした。一方、6カ月物と12カ月物の平均リース・レートはゼロを若干上回り、それぞれ0.04%と0.25%へと上昇しました。

リース・レートの構成要素については、1月に金のスポット価格が先物価格との対比で調整し、フォワードと先物の利回り曲線がスティーブ化したのに呼応して、GOFOが1月から2月にかけて0.5%から0.3%へと小幅低下したものの、第1四半期中は比較的落ち着いた動きを見せました。

リース取引はしばしば、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続けられるものであることが求められます。

図9: 3カ月物インプライド・リース・レート



Source: Bloomberg, World Gold Council

# 市場と経済の影響

2011年第1四半期の前半は、欧州のソブリン債務危機の懸念が後退し(または織り込み済みとなり)、米国の経済指標も一段と上向きとなる中で、投資家心理が好転しました。しかし、アフリカや中東で続く政情不安が原油・エネルギー価格を押し上げ、その結果、先進国における経済成長の正常化は大幅に遅れる公算が強まり、一部新興国でも景気減速の可能性が高まっています。

さらにインフレは、特に食品価格の高騰によるインフレは、世界中の投資家にとって今後も深刻な懸念材料となります。こうした中で投資家は、金固有の特性と資産保全手段としての役割に一段と注目しています。

3月には、東日本を襲った大震災や津波、その後の原発事故などの一連の災害が市場を震撼させ、株価や米国債利回りを押し下げました。当然のことながら、ボラティリティは高止まりしました。復興費用は16兆円から25兆円(原発事故対応費用を除く)に上る公算が高いことから、この自然災害による損害は日本経済に長期的な影響を及ぼすと予想されています。日本政府は復興資金捻出に向けて前例のない財政再生計画を打ち出す予定ですが、財政状況がさらに悪化し、日本国債の信用力に関する懸念を再燃させる可能性があります。

欧州ではポルトガルが第1四半期末にかけて欧州連合(EU)に金融支援を要請しましたが、欧州の景気回復は断片的であり、一様ではないと投資家は不安視しています。また、欧州内の緊張がEUとユーロの先行きに多大な影響を及ぼす可能性があるという見方をしています。また、政策金利を当分の間は低水準に維持する旨のFRB要人の発言はインフレ見通しに関する懸念を払拭するものではなく、米ドルに下落圧力をかけています。これは第1四半期の米ドルのパフォーマンスからも明らかです。

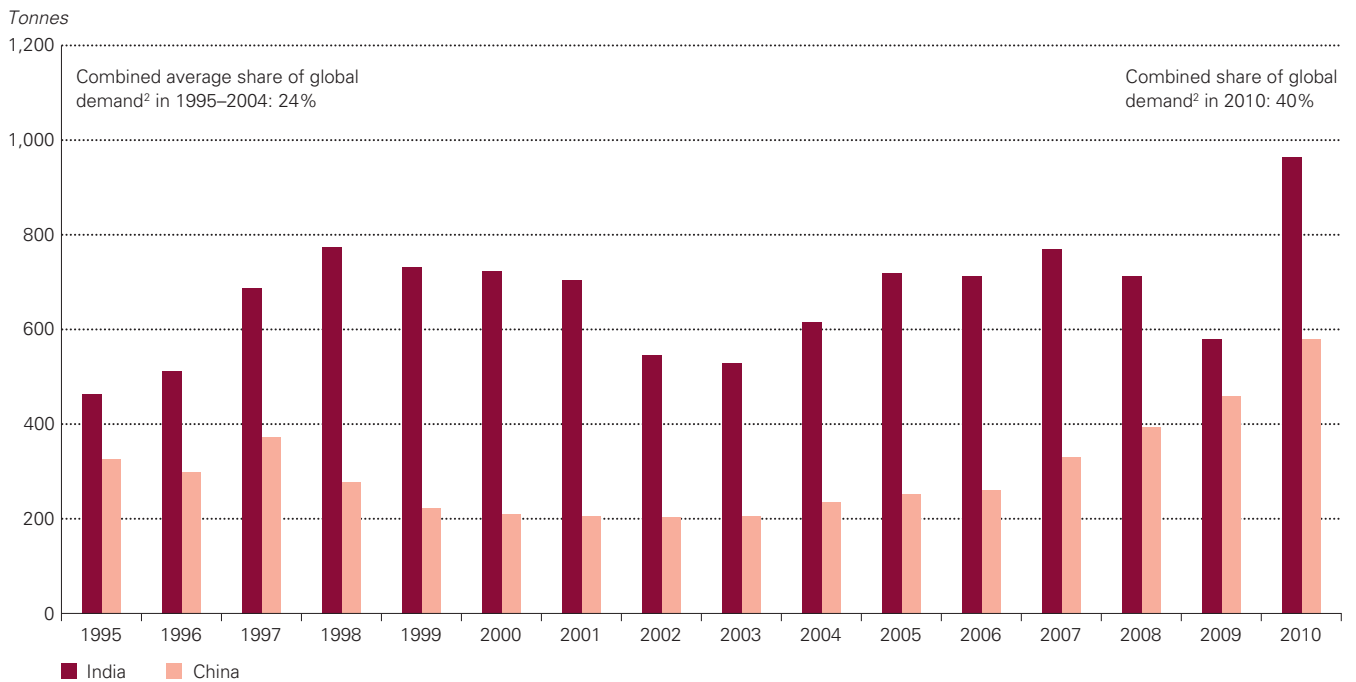
しかし、金が第1四半期に良好なパフォーマンスを示したのは、こうした欧州における不安材料や懸念のみに起因したわけではありません。世界の様々な地域における経済成長、特に新興国の経済成長も、金の過去10年間の上昇基調を支えています。世界の金市場は、様々な需要の構成要素に種々の影響を及ぼす可能性がある複数のマクロ経済変数の合成である、ということをおぼろげに覚えている場合があります。たとえば、実質金利が上昇する環境下では、金保有に付随する機会費用の上昇から投資需要の一部が金市場からシフトする可能性があります。しかしこのような環境はまた、将来的なインフレ進行のシグナルとなることもあり、それ自体が需要の牽引役となりえます。あるいは力強い経済を実現する場合もあり、裁量的支出の増加を通してテクノロジー需要や宝飾品需要を喚起する起爆剤ともなります。さらには、異なる2つの大陸で景気循環が完全に収束することはほとんどなく、2つの地域で需要に対して全く異なる反応が促進されることもあります。このように十分に多様化した需要基盤は、他の多くのコモディティよりも金に対して、より安定した需要要因となっています。

## インド・中国と金市場

金投資家、特に北米や欧州の金投資家は、インドや中国が金市場で重要な役割を果たしていることを、そしてこの2つの国だけでなく他の国々においても金は非常に重要であり、広く利用されていることを忘れがちです。過去に実施した調査「中国金レポート:寅年の金(China gold report: Gold in the year of the tiger)」では、ワールド・ゴールド・カウンシルは中国と

金の関係を検証し、中国が将来果たす役割について探っています。また、ワールド・ゴールド・カウンシルが外部に委託して作成した「インド:金の核心 (India: heart of gold)」<sup>3</sup>という一連の調査報告書では、インドにおける金の宗教的、経済的な重要性を探り、インドという重要な市場における金の需要は今後10年間にわたって順調なペースで伸びると結論づけています。実際、インドと中国の現在の宝飾品需要と投資需要を合わせると世界需要の40%を占めています(図10参照)。

図10: 中国とインドの宝飾品および投資の需要<sup>1</sup>



1 Includes jewellery and total bar and coin demand only (excludes ETFs and similar, and technology).

2 Global demand includes demand for jewellery, bars, coins, ETFs and similar, and technology.

Source: GFMS, World Gold Council

3 2011年3月末にメディアに対して事前のプレゼンテーションを実施しました。

## 世界的な食料品価格の上昇に対するヘッジ

世界の中央銀行のほとんどは、金融政策運営の水準の尺度として主にコア・インフレを用いています。コア・インフレでは通常、変動の激しい食料品とエネルギー項目を全て除外します。世界の多くのエコノミストがこの方法を理にかなっていると考えてはいるものの、食料品やエネルギーの価格がその他全項目よりも速いペースで上昇すれば、消費者の購買力は現実的に低下します。多くの先進国でいまだに力強い経済成長が実現できていない現在のような経済環境下では、特に物価安定と完全雇用の両使命を付託されたFRBを始めとする世界の中央銀行は、低い消費者物価指数(CPI)の伸びを背景にして金融緩和策を維持する公算が高いと言えます。このCPIが低水準であるという読みには、不動産市場の不振だけでなく、失業率の高止まりによって消費者が必需品の優先順位付けを余儀なくされているという事実もある程度影響しています。しかし、アフリカや中東における政情不安、オーストラリアやロシア、中国等の国々における異常気象、また新興国市場における大きな需要などが相まって、エネルギー・農産物関連コモディティの価格は上昇しています。そのため、本来ならばコア・インフレは低水準にあるはずの先進国でも、食料品価格は引き続き上昇しています(図11参照)。

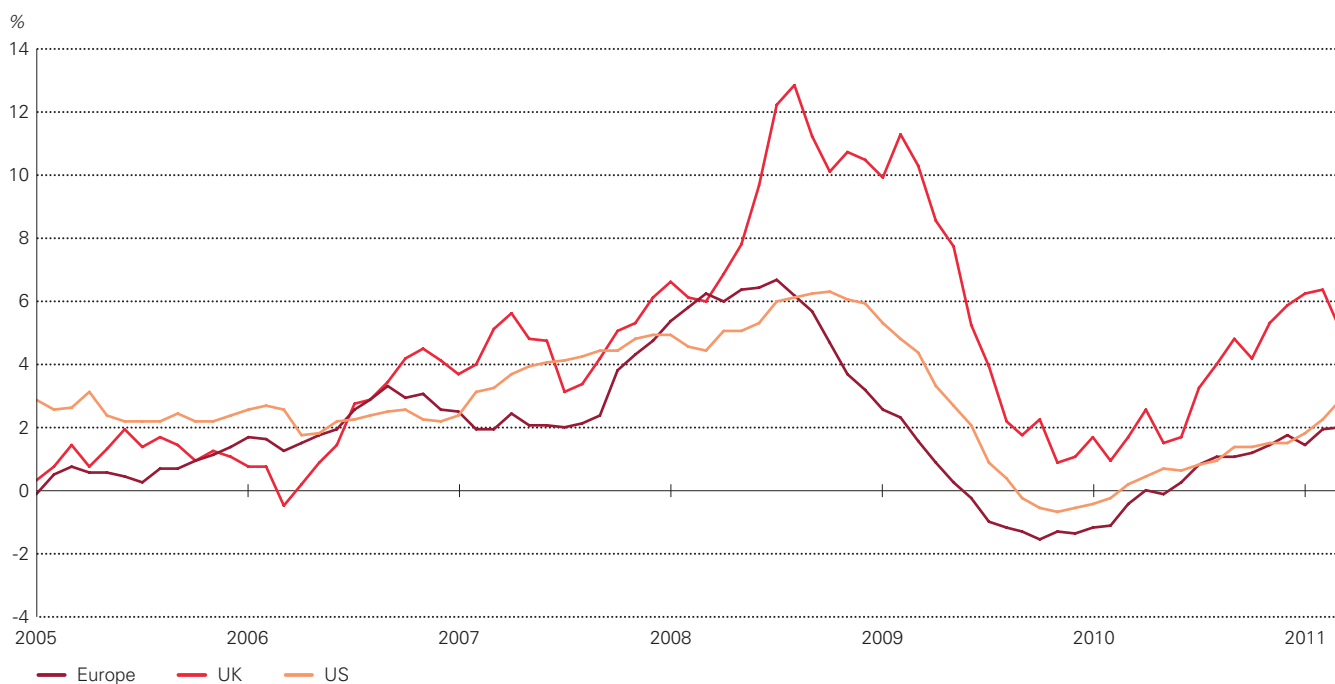
アジア等の地域では、このトレンドはより鮮明です(図12参照)。消費者物価は全般的に上昇していますが、食料品価格の上昇率は懸念される水準にあります。インドでは2010年に、数年来の記録的な食料品価格高となりました。このトレンドが落ち着いたとはいえ、今年も依然として平均12%超という極端に高い水準を維持しています。中国でも食料品価格は上昇し続け、食品物価上昇率は2011年第1四半期に11.7%に達しました。興味深いことに、中国では国家統計局が今年の初めに最新のインフレ統計を発表しましたが、そこでは全体に占める食料品の組入比率が引き下げられ、これを穴埋めする形で住宅の組入比率が引き上げられました。その結果、CPIの値は市場予想を下回った模様です。<sup>4</sup>

概して、世界中の消費者がコモディティや食料品の価格上昇の影響を肌で感じ始めています。これに加え、米農務省が3月31日に突然、世界在庫の下方修正を発表したことを受けて、トウモロコシ価格が2008年6月の高値を超えました。トウモロコシは先進国市場でも新興国市場でも食料および家畜飼料として重要な農産物であるため、最近の値動きは世界的な食料品価格の上昇を助長する危険性があります。金は、他の資産クラスでは再現することが難しい方法でこのエクスポージャーをヘッジする代替手段となりえます。

4 「Inflation Revisionism」(The Economist, 2011年2月15日号)。

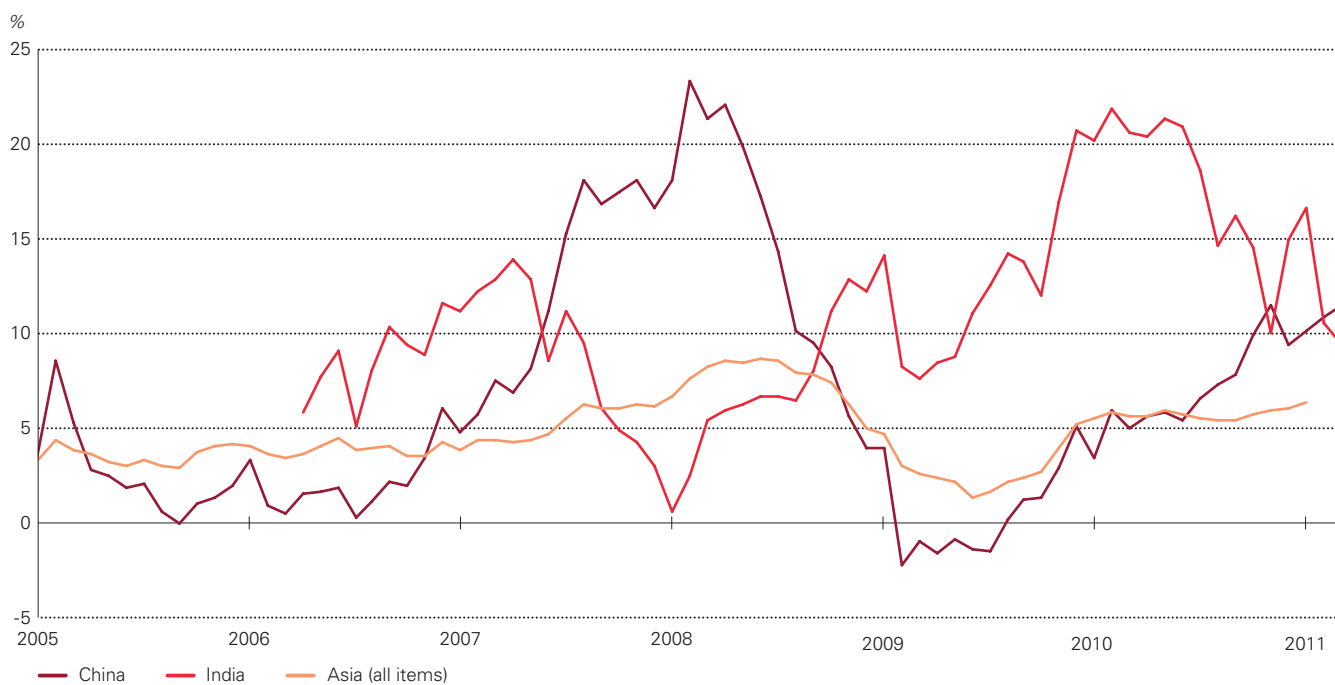


図11: 米国、英国、欧州の食品物価上昇率(%、前年比)



Source: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, UK Office for National Statistics

図12: インド・中国の食品物価上昇率およびアジアCPI総合指数(%、前年比)



Source: China Economic Information Net, IMF, Press Information Bureau of India

## 金とコモディティ

コモディティへの資産配分は、ポートフォリオの効果的な分散手段として、また為替ヘッジやインフレヘッジの手段として、投資家の間ではこれまでよりも一般的になっています。金は一連のコモディティの一部と投資家から見なされることが多いのですが、ほとんどのコモディティ指数で組入比率が低いのが現状です。たとえばS&P GSCIコモディティ指数あるいはDJ-UBSコモディティ指数では、金の組入比率は通常3~7%程度にすぎません。

ワールド・ゴールド・カウンシルが最近行った調査「金:唯一無二のコモディティ (Gold: A commodity like no other)」からは、コモディティへの配分の一部を金に直接割り当てれば、ポートフォリオのパフォーマンスが向上するだけでなく、いわゆるバリュアット・リスク (VaR) を下げることで損失の可能性も低下することがわかります。たとえば2008年に、シンプルなベンチマークとなるポートフォリオ (株式50%、債券40%、コモディティ10%) と類似する資産配分のポートフォリオをある投資家が運用していたとします。この投資家は、仮にポートフォリオ全体の5~10%を金に直接配分し、これに比例するかたちで他のコモディティのエクスポージャーを減らせば、1,000万米ドルの投資におけるポートフォリオ損失額を20万米ドルから40

万米ドルは削減できたはずで、そして過去20年間に目を向ければ、この投資家が金に対して同様の配分を行っていたら、ポートフォリオの年平均利益を10万米ドルから20万米ドル増やしていたはずで (表4参照)。この調査結果は、既に自身のポートフォリオでコモディティへのエクスポージャーを持つポートフォリオ管理者や投資家であれば、戦略的資産クラスとしてポートフォリオに金を含めることで、長期的リターンを損なうことなくメリットを享受できるということを示しています。

このパフォーマンスは、金市場の構図からもたらされる直接の帰結でもあります。金市場の需給の源泉は多様性と補完性に富んでおり、金にはいつでも利用できて奥行きのある、流動性に優れた世界市場が存在します。また金は、デフォルト・リスクのない代替的貨幣資産であるという認識が定着しています。実際、金の物的な特性と機能的特徴は他のコモディティとは一線を画しています。たとえば、テクノロジー分野や産業分野では、銀を始めとする他のほとんどの金属類に対する需要がその多くを占めています (表5参照)。そのため金は、景気循環の振幅にはあまり左右されず、通常はボラティリティが低く、金融的に緊迫する時は極めて信頼性が高いという傾向があります。これが裏を返せば、他のコモディティや資産クラスとの相関性が低い理由でもあるのです。

表4: 各資産および金に様々な配分を行っているポートフォリオのパフォーマンス<sup>1</sup>

	Gold (US\$/oz)	MSCI US	MSCI ex US	BarCap US Agg	JPM 3M Tbill	S&P GSCI Light	Portfolio <sup>2</sup>		
							0% gold	5% gold	10% gold
<b>January 1991 to December 2010</b>									
Return	6.8	7.1	4.1	6.9	4.3	3.2	6.0	6.1	6.3
Volatility	15.6	17.2	17.8	3.9	0.3	15.3	8.9	8.6	8.5
Inf. ratio	0.43	0.41	0.23	1.74	13.23	0.21	0.67	0.71	0.74
5% VaR	3.39	3.74	3.53	0.85	0.01	3.09	1.67	1.65	1.67
<b>2008</b>									
Return	4.1	-36.5	-43.3	4.9	4.1	-37.7	-24.3	-22.3	-20.3
Volatility	31.3	34.9	39.6	5.6	0.5	36.9	20.5	19.4	18.4
Inf. ratio	0.13	-1.05	-1.09	0.87	8.28	-1.02	-1.19	-1.15	-1.10
5% VaR	7.96	7.88	9.27	1.15	0.03	10.38	5.17	4.77	4.26
<b>2009</b>									
Return	29.6	30.7	34.6	6.3	1.4	24.3	20.4	20.6	20.9
Volatility	18.4	25.4	26.6	4.0	0.1	22.0	13.6	12.9	12.3
Inf. ratio	1.61	1.21	1.30	1.59	10.32	1.11	1.50	1.60	1.70
5% VaR	3.17	4.90	7.43	0.88	0.01	4.49	2.75	2.54	2.64
<b>2010</b>									
Return	29.5	13.2	6.2	6.5	0.5	17.1	9.4	9.9	10.5
Volatility	14.4	17.4	19.9	3.0	0.0	18.6	10.2	9.8	9.4
Inf. ratio	2.04	0.76	0.31	2.22	9.13	0.92	0.92	1.01	1.11
5% VaR	3.16	4.08	4.32	0.53	0.00	3.78	2.31	2.24	2.26

1 Calculations are based on weekly total returns and converted to annualised return and volatility when applicable.

2 Portfolio using a 30% allocation to US equities, 20% to international equities, 39% to fixed income, 1% to cash and various allocations to gold and commodity indices. A 0% gold allocation is equivalent to a 10% allocation to the S&P GSLE; 5% in gold implies 5% in S&P GSLE; and a 10% gold weight implies a 0% allocation to S&P GSLE.

Source: Barclays Capital, J.P. Morgan, MSCI, Standard & Poor's, World Gold Council

表5: 代表的金属の需給源泉(%)<sup>1</sup>

Commodity	Demand			Supply		
	Jewellery	Investment/ bars and coins	Technology/ industry	Mine production	Recycling	Other sources
Gold	49%	41% <sup>2</sup>	10% <sup>3</sup>	60%	40%	-
Silver	25% <sup>4</sup>	25%	50%	79%	19%	2%
Copper	2%	3%	95%	85%	15%	-
Platinum	36%	9%	55%	88%	12%	-

1 As of 2009 except for gold for which 2010 figures are available.

2 Includes net central bank activity which accounted for 2% of gold demand in 2010.

3 Primarily used in electronics and other high-end technology uses.

4 Includes silverware.

Source: GFMS, Johnson Matthey, International Copper Institute, The Silver Institute, US Geological Survey, World Gold Council

# 金市場動向

宝飾品や産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4四半期のものです。2011年第1四半期のデータは2011年5月中旬に発表され、ワールド・ゴールド・カウンシルの季刊誌「Gold Demand Trends」に掲載されます。

2010年に金価格のパフォーマンスを支えたのは、活発な投資活動や宝飾品需要の回復(特にインド)、そして技術応用分野における金需要が従来の水準へと正常化したことでした。鉱山生産量は2010年に小幅増加したものの、金リサイクルは若干減少し、中央銀行などの公的部門は21年ぶりに買い越しに転じました。2011年第1四半期の速報値からは、金市場動向は堅調ながらも強弱交錯する展開となり、需要が金価格の変動等に反応したことがわかります。

## 宝飾品

2010年の世界の金宝飾品需要は前年比17%増加し、2,060トンに達しました。取引額で見ると、2010年の宝飾品需要は合計811億米ドルでした。これは2009年の金宝飾品消費額である555億米ドルの1.5倍です(図13参照)。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2010年に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、特にインドや中国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、富の保全であることと同様に、贅沢品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。

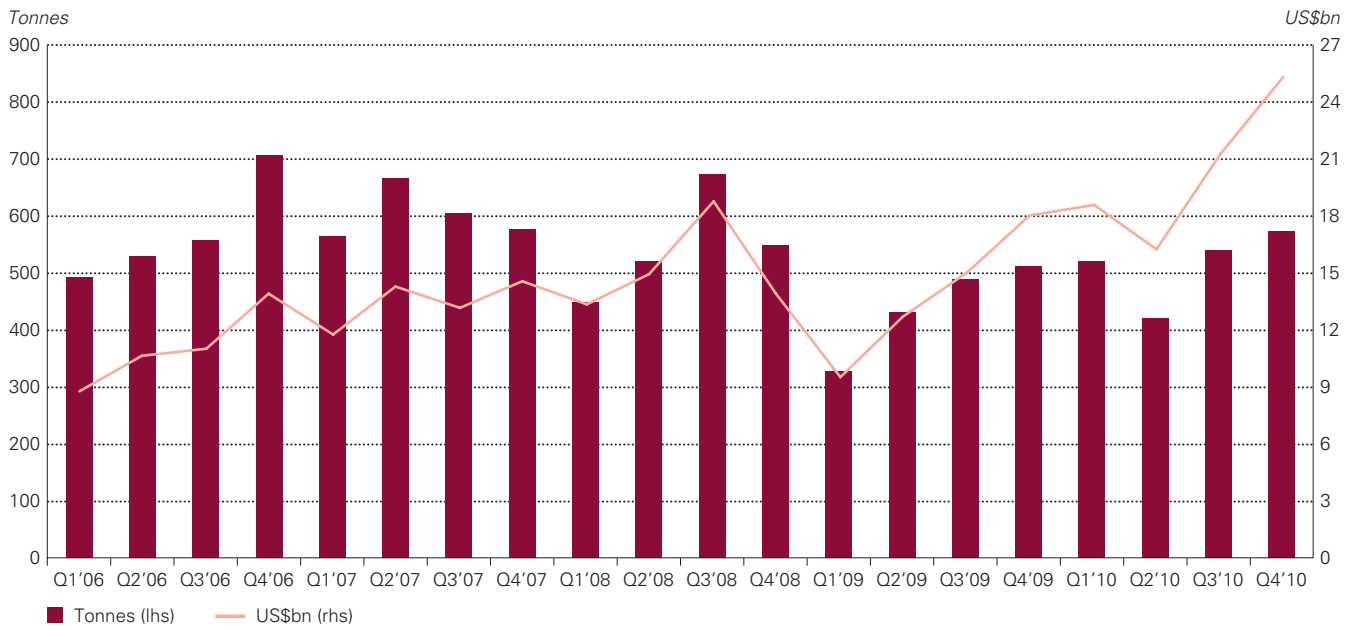
国別では、2010年に圧倒的なパフォーマンスを達成したのは間違いなくインドです(図14参照)。需要は2009年の水準を69%上回り、前年比303トン増となる過去最高の746トンを記録しました。これは1998年に記録した658トンを大幅に上回るものでした。国内取引額で見るとインドの成長はより一層鮮明です。消費者は宝飾品に1兆3,400億インド・ルピーを支出しましたが、これは前年の2倍に上る額です。金価格の上昇にもかかわらず、宝飾品購入意欲は一向に衰えていません。これは金需要と価格が逆相関にあっても、特に所得・資産の伸びがその影響を穴埋めできることの証しでもあります。また、過去数年間に価格ボラティリティが低下していることは、金価格の秩序ある上昇を後押しすることになり、金への信頼感も高めています。インド国民はワールド・ゴールド・カウンシルが定義する投資商品よりも宝飾品志向が強いものの、金は両方の目的に資するため、彼らは両者を明確に区別していません。

グレーター・チャイナ(大中華圏)における宝飾品需要は2010年に13.6%増加しました。これはインドには遠く及びませんが、それでも驚異的な数字であったと言えます。特に、宝飾品需要が2009年にも増加したのは中国市場だけでした。そしてこのトレンドが継続しているという事実は、同地域における金市場の重要性を再認識するものです。

2011年第1四半期の速報値は2011年5月中旬に発表され、ワールド・ゴールド・カウンシルの「Gold Demand Trends」に掲載されますが、金需要の速報値からは市場が堅調に推移していることがわかります。インドでは、2011年は堅調なスタートを切りました。1月の金価格下落後は安定した環境が続き、ヒンズー教のお祭り、マカラ・サン克蘭ティが1月14日から始まる中で金需要が下支えされました。その後、2月から3月にかけて金価格は再び上昇し、一部の消費者はより慎重な姿勢に転じました。ただし、インド・ルピーが対米ドルで上昇したことにより、金価格上昇の影響は多少緩和されました。興味深いことに、多くの消費者が宝飾品購入を前払金を支払い小売店で予約しておき、割安な価格水準になった時点で実際に購入するという方法が流行しているようです。今後も金需要の要となるのは婚礼と祭事を契機とした購入になるでしょう。こうしたシーズンは4月半ばに始まり、5月のアクシャトリティヤ祭へと続きます。

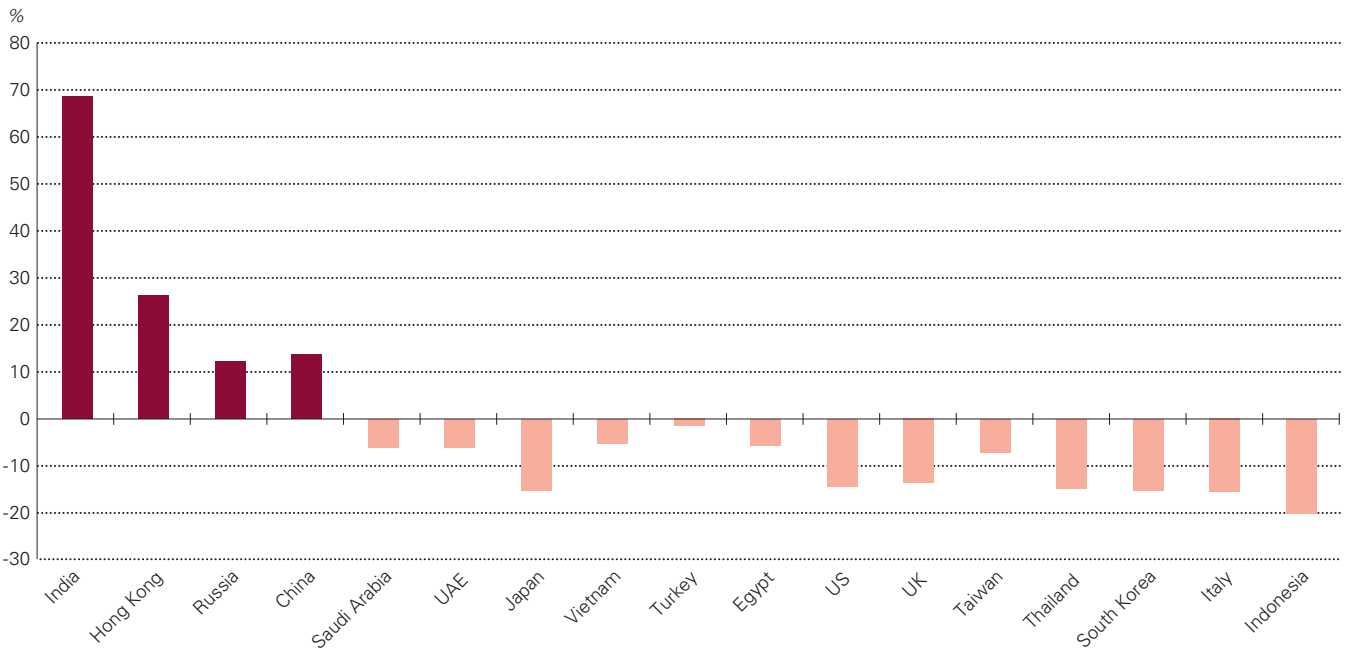
中国では、新年や中国旧正月の休暇に合わせて第1四半期に金需要が高まります。そのため、特に都市部の消費者が贈答用の金購入を増やしました。一方、ベトナムの速報値によると、2011年第1四半期の宝飾品需要は幸先の良いスタートを切り、価格高にもかかわらず前四半期から5トン以上増加しました。これはベトナム政府が予定している金地金取引規制による影響を回避するために、消費者が購入対象として宝飾品を選択したためです。

図13: 宝飾品需要(トンおよび10億米ドル)



Source: GFMS, World Gold Council

図14: 国別宝飾品需要増加率(2010年と2009年を比較、伸び率)



Source: GFMS

## テクノロジー分野

2010年通年のテクノロジー需要は堅調な伸びを記録し、前年の373トンから420トンへと12.4%増加しました。これは2008年から2009年にかけての景気後退期から回復に向かったことを示唆しています。この伸びを大きく後押ししたのは、前年比40.6トン増(+16%)となったエレクトロニクス業界でした。「その他産業用」に分類される金需要は2年連続減少した後で8.6トン増(前年比+12%)となりました。テクノロジー分野で第3位と需要が最も小さい歯科用途では、金需要は52.7トンから49.8トンへと小幅減少しました(前年比-5.5%)。

2011年第1四半期の速報値によると、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需要が2番目に多い用途ですが、一部メーカーがコストを下げるためにコーティング厚を薄くしました。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4四半期のものです。2011年第1四半期のデータは2011年5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年は4,108トンとなり2009年から2%の小幅増でした。しかし、その状況は供給源によって様々ではありません。鉱山生産は増加しましたが、金リサイクルは2009年と比較して低迷しました。また公的部門も、2010年は21年ぶりに買い越しに転じました(図15参照)。

鉱山の総生産量(金生産者によるヘッジ売りポジションの解消も含まれます)は新たな採鉱業の多くが軌道に乗り、あるいは生産を増加させたことから、前年の2,332トンから2010年には2,543トンへと9%増加しました(図16参照)。しかし、金価格の上昇にもかかわらず、鉱山の総生産量は過去10年間の早期に見られた水準をなおも下回っています。これは感覚的には相いれない部分があるかもしれません。しかし、生産コストの上昇や新鉱脈がなかなか発見できないという事実、また一部の国における法規制から、産金会社は大規模な生産ができない状態にあります。

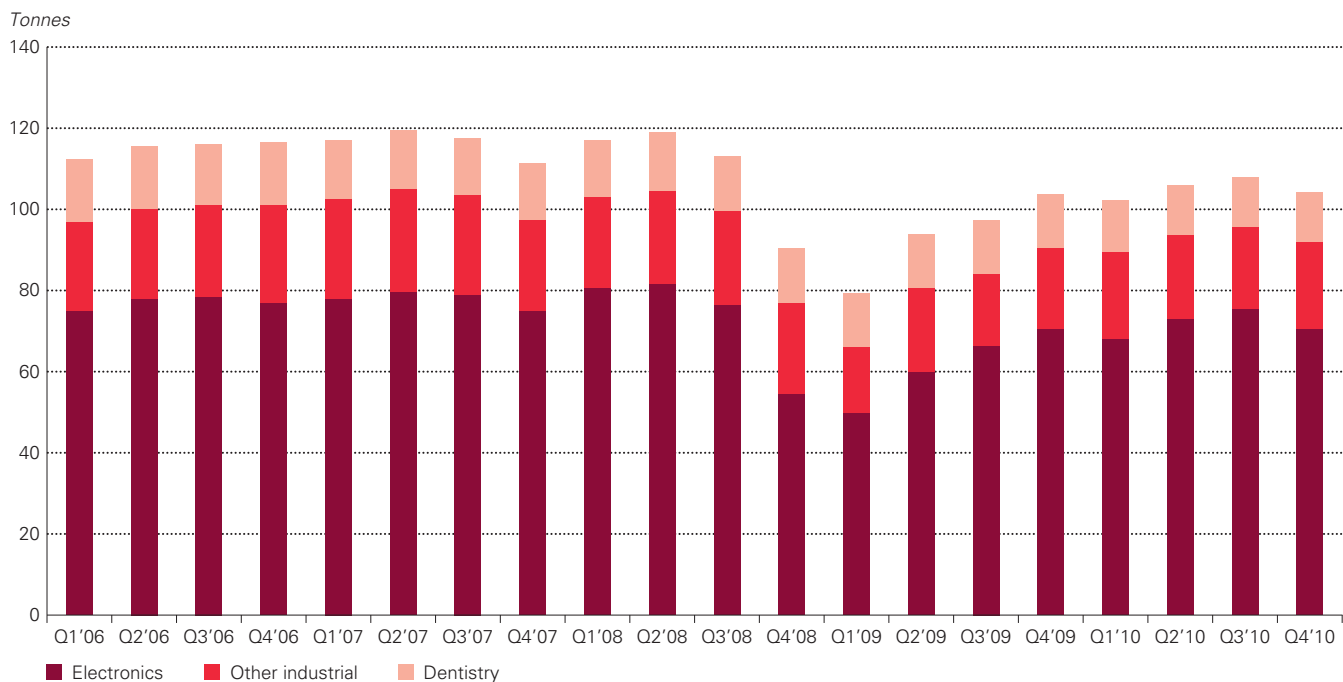
全体的には、金生産増に大きく貢献したのはオーストラリアであり、ニューモント社のボディントン鉱山が高純度鉱石によって生産量を増やしました。他にも、メキシコではアグニコ・イーグル社がピノス・アルトス鉱山の生産を増加させ、アルゼンチンや米国もバリック社がバラデロ鉱山の生産拡大を継続し、コルテス・ヒルズ鉱山で予想を上回る純度の金を生産して生産増に貢献しました。一方、これらの生産増を相殺することになったのは産出量を減らしたペルーとインドネシアでした。

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。ただし、ヘッジ解消の水準は急減し(2009年の252トンから2010年は116トン)、これが供給量を前年比136トン増へと押し上げました。アングロゴールド・アシャンティ社をはじめオセアナ・ゴールド社やノートン・ゴールドフィールズ社といった産金会社は、2010年にはヘッジ・ポジションを完全に解消しています。2010年末時点で、全世界のヘッジ・ポジションは合計でおよそ125トンでした。

2010年には金価格が上昇を続けましたが、この期間の金リサイクルは1.2%減少し、前年の1,672トンから1,653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、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従来どおり高い水準を維持しています。これが、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年には中東のほか、中国とインドを除くアジア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。

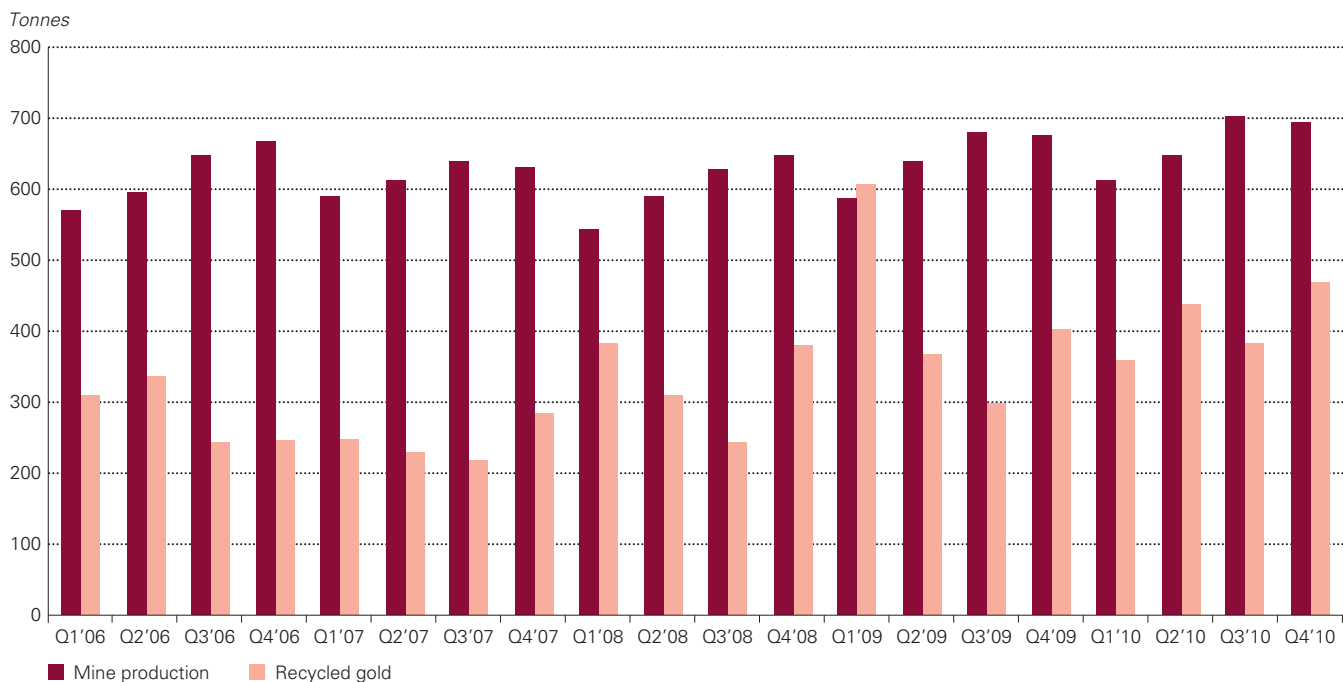


図15: 用途別テクノロジー需要 (トン)



Source: GFMS

図16: 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

2011年第1四半期において、公的部門は昨年と同じトレンドを踏襲し、限定的供給あるいはネット買い越しという動きでした。1989年から2007年にかけては、公的部門の年間ネット売却量は平均400～500トンに上り、重要な供給源となっていました。しかし2008年になると、中央銀行による売却量はほぼ半減し、2009年にはわずか30トンに減少しました。そして2010年にはついに、21年ぶりに87トン前後の金の買い越しに転じ、公的部門が金市場への重要な供給源となってきた時代の終焉を告げることになりました。

国際通貨基金(IMF)の最新データによると、公的部門の動きに大きな変化が続く中で、中央銀行は2011年2月まで若干ながら金の買い越しでした。公的部門全体では、金在庫の18%を保有しています。しかし、金保有高は国によって異なります。金本位制の名残として、西欧や北米の中央銀行は通常、対外準備高の40%超を金で保有しています。一方、新興国の中央銀行は過去の経緯に束縛されないため、金保有高ははるかに少なく、対外準備高に占める割合は平均5%以下となっています。しかしいずれにしても、公的部門の動きには著しい変化が見られました。

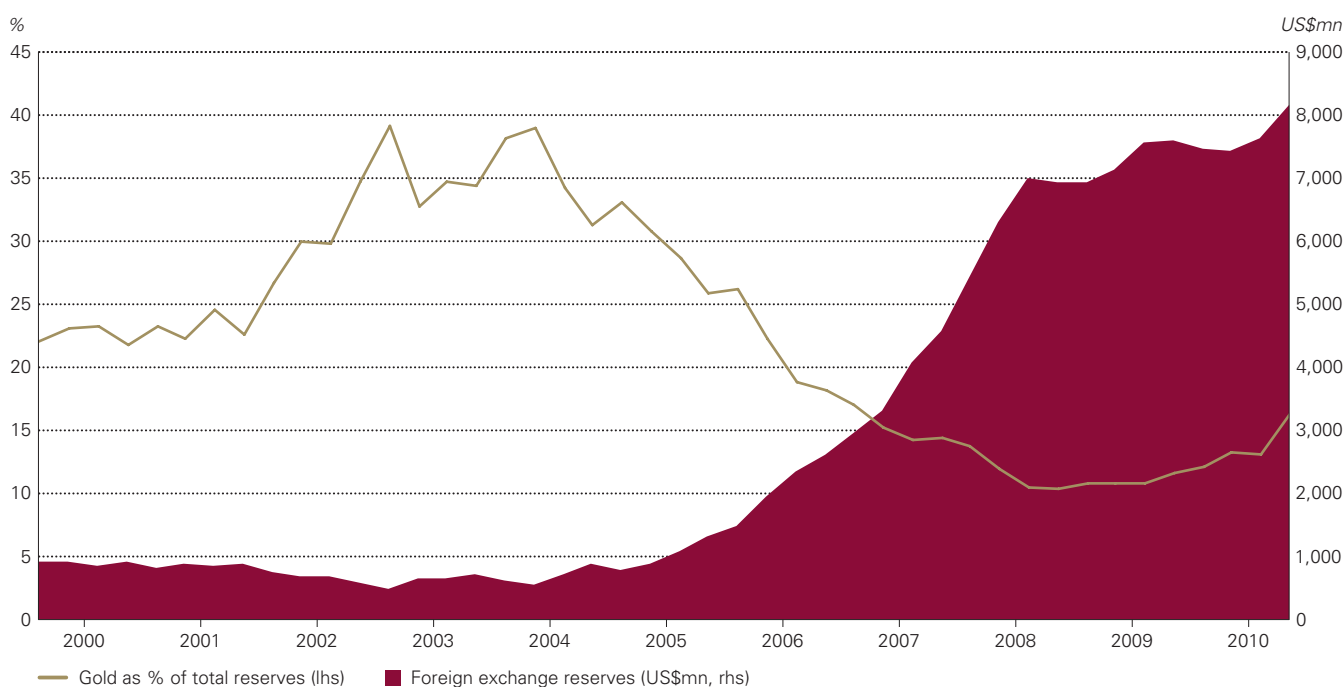
1つ目は、経済が急成長している新興国が金の主要な買い手となったことです。その最大の理由は、主に米ドルを中心とした外貨保有高の急増によって損なわれた、外貨と金の均衡状態を回復させたいという意向が働いていることです。こうした新興国にとって金は、対外準備を多様化させる手段としてみずみず魅力的な存在となっています。その結果、新興国の金購入は、公的部門から市場に毎年給量されてきた金を減らすという点では極めて大きなインパクトがあるのです。

このトレンドに沿って、ロシア連邦中央銀行は毎月のように金を購入しており、昨年12月から今年2月までには新たに8トン購入して総保有高は792トンになりました。ポリビアも金保有を積み増しており、28トンだった金保有高が12月には37トンに増加しました。ポリビアの外貨準備高は過去10年間で7倍増となり、その結果、対外準備高に占める金の比率は22%から12%に低下しました(図17参照)。ポリビアは金保有高の増加については公式な発言を控えています。同国は十中八九、他の新興国中央銀行による最近の金購入と同じように、増え続ける外貨準備高における金の割合を回復させるという決断をしたと考えられます。

公的部門の変化を示す2つ目の要素は、対外準備高に占める金の割合がかなり多い欧州各国の中央銀行が、金融危機の余波から金売却意欲を失っていることです。過去10年間、対外準備ポートフォリオの再調整を目的に欧州の複数の中央銀行が金売却を実施してきました。しかし金融危機が深刻化して重大なソブリン債務危機へと急展開する中で、欧州各国の中央銀行も急変し、金売却に難色を示し始めました。そして金売却は過去3年間、事実上凍結状態です。この2つ目のトレンドに沿う形で、欧州各国の中央銀行は昨年12月から今年2月までにわずか0.2トンしか金を売却していません。これは金売却意向が無いことを如実に示しています(表6参照)。

こうした2つの大きな流れが、市場に対する金の総供給量を減少させました。欧米の中央銀行が今後も極端にリスク回避的行動を取る一方で、新興国の中央銀行は金保有高の積み増しを継続する中で、供給減少の流れは継続するでしょう。

図17: ポリビアの外貨準備高および対外準備高に占める金保有高の比率



Source: IMF International Financial Statistics

表6: 公的部門金保有高上位30 (2011年4月、IFS)<sup>1</sup>

		Tonnes	% of reserves <sup>2</sup>			Tonnes	% of reserves <sup>2</sup>
1	United States	8,133.5	74.8%	16	Saudi Arabia	322.9	3.0%
2	Germany	3,401.0	70.8%	17	United Kingdom	310.3	16.0%
3	IMF	2,814.0	<sup>3</sup>	18	Lebanon	286.8	29.0%
4	Italy	2,451.8	69.0%	19	Spain	281.6	39.2%
5	France	2,435.4	65.9%	20	Austria	280.0	55.4%
6	China	1,054.1	1.6%	21	Belgium	227.5	37.4%
7	Switzerland	1,040.1	16.3%	22	Algeria	173.6	4.3%
8	Russia	792.3	7.3%	23	Philippines	153.6	10.3%
9	Japan	765.2	3.1%	24	Libya	143.8	6.1%
10	Netherlands	612.5	58.5%	25	Singapore	127.4	2.5%
11	India	557.7	8.3%	26	Sweden	125.7	11.6%
12	ECB	502.1	28.7%	27	South Africa	124.9	11.7%
13	Taiwan	423.6	4.7%	28	BIS <sup>4</sup>	120.0	<sup>3</sup>
14	Portugal	382.5	82.0%	29	Turkey	116.1	5.9%
15	Venezuela	365.8	54.0%	30	Greece	111.5	79.8%

1 This table was updated in April, 2011 and reports data available at that time. Data is taken from the International Monetary Fund's International Financial Statistics (IFS), April 2011 edition, and other sources where applicable. IFS data is two months in arrears, so holdings are as of February 2011 for most countries, January 2011 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 World Gold Council 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.

2 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 month London PM fix gold price published daily by the LBMA. In February, the end of month gold price was US\$1,402.50. Data for the value of other reserves are taken from IFS, table *Total Reserves minus Gold*.

3 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 are not available.

4 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, World Gold Council

# 主要データ

表7: 金の需要 (2010年第1四半期から2010年第4四半期累積)

	Tonnes	% QoQ*	% YoY*	Value (\$bn)	% YoY*
Jewellery	2,043	3%	16%	80,824	46%
Identifiable investment	1,306	2%	-3%	51,412	25%
of which ETFs and similar products	338	-13%	-45%	13,051	-29%
Industrial and dental	424	0%	14%	16,713	42%

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

Source: GFMS, World Gold Council

表8: 金の供給 (2010年第1四半期から2010年第4四半期累積)

	Tonnes	% QoQ*	% YoY*	Value (\$bn)	% YoY*
Mining output	2,649	1%	3%	104,681	29%
Net producer hedging	-121	-	-	-4,879	-
Total mine supply	2,528	4%	9%	99,803	38%
Official sales	-98	-	-	-3,544	-
Recycled gold	1,705	4%	2%	67,538	30%

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

Source: GFMS, World Gold Council

表9: 金価格

	Q2 2010	Q3 2010	Q4 2010	Q1 2011
Gold (US\$/oz); London PM fix average	1,196.74	1,226.75	1,366.78	1,386.27
% QoQ	7.9%	2.5%	11.4%	1.4%
% YoY	29.8%	27.8%	24.3%	25.0%

Source: LBMA, World Gold Council

表10: ボラティリティ\* (2011年3月末、%)

	1-month	3-month	6-month	1-year
Gold (US\$/oz)	13.4%	13.0%	15.7%	15.2%

\*Annualised daily return volatility.

Source: LBMA, World Gold Council

表11: 時価総額

	Value (US\$ bn)
Above ground stocks of gold <sup>1</sup>	7,425.3
ETFs (as at 31 March 2011) <sup>2</sup>	97.6
Notional value of net long non-commercial and non-reportable positions as reported by CFTC gold futures (at 31 March 2011)	34.1

1 Based on end-2010 volume and Q1 2011 average gold price.

2 Data: [www.exchangetradedgold.com](http://www.exchangetradedgold.com); [www.etfsecurities.com](http://www.etfsecurities.com); [www.ishares.com](http://www.ishares.com); Zurich Kantonalbank; Finans Portföy; [www.Deutsche-Boerse.com](http://www.Deutsche-Boerse.com); [www.juliusbaer.com](http://www.juliusbaer.com).

Source: CFTC, GFMS, LBMA, World Gold Council

表12: 金と各種資産のパフォーマンス(2011年3月末)<sup>1</sup>

	Gold (US\$/oz)	Trade-weighted US dollar	Brent crude oil (US\$/bbl)	DJ-UBS Commodity Index	BarCap US Treasury Aggregate	BarCap US Credit Index	S&P 500	MSCI World ex-US	MSCI Europe (euro)	NIKKEI (yen)	Hang Seng (yuan)	MSCI India (rupee)	DJ/Wilshire REITs Index
1-month	1.5%	-0.9%	4.7%	2.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-2.0%	-3.6%	-8.2%	6.3%	9.4%	5.1%
3-month	2.0%	-3.7%	26.9%	6.2%	0.2%	1.4%	5.9%	4.5%	0.1%	-4.6%	5.0%	-4.6%	7.8%
6-month	9.5%	-4.1%	44.0%	20.9%	-2.8%	-1.0%	17.3%	11.4%	6.9%	4.1%	4.8%	-3.8%	22.0%
1-year	28.7%	-6.4%	44.2%	28.5%	4.5%	7.0%	15.6%	12.1%	8.0%	-12.0%	2.9%	8.6%	28.5%
Volatility <sup>2</sup> (1-year)	15.1%	7.4%	28.2%	16.6%	4.9%	5.5%	17.9%	18.8%	19.2%	25.0%	21.8%	18.3%	28.2%

1 Performance computations in US\$ unless otherwise noted.

2 Annualised daily return volatility.

Source: Barclays Capital, Bloomberg, IHS Global Insight, World Gold Council

表13: 金と各種資産の相関(2011年3月末)\*

	Gold (US\$/oz)	Trade-weighted US dollar	Brent crude oil (US\$/bbl)	S&P GS Commodity Index	DJ-UBS Commodity Index	BarCap 1-3 month T-bills	BarCap US Treasury Aggregate	BarCap US Credit Index	BarCap US High Yield Index	S&P 500	DJ Industrial Average	MSCI World ex US	DJ/Wilshire REITs Index
Gold (US\$/oz)	1.00												
Trade-weighted US\$	-0.44	1.00											
Brent crude oil (US\$/bbl)	0.35	-0.49	1.00										
S&P GS Commodity Index	0.33	-0.59	0.94	1.00									
DJ-UBS Commodity Index	0.37	-0.65	0.82	0.94	1.00								
BarCap 1-3 month T-bills	0.01	0.11	-0.08	-0.10	-0.15	1.00							
BarCap US Treasury Aggregate	0.04	0.02	-0.34	-0.35	-0.33	0.10	1.00						
BarCap US Credit Index	-0.08	-0.22	-0.08	-0.03	0.02	-0.12	0.64	1.00					
BarCap US High Yield Index	-0.06	-0.41	0.36	0.44	0.48	-0.30	-0.27	0.42	1.00				
S&P 500	0.01	-0.49	0.50	0.55	0.57	-0.23	-0.41	0.02	0.65	1.00			
DJ Industrial Average	-0.03	-0.43	0.45	0.51	0.52	-0.21	-0.41	0.00	0.62	0.98	1.00		
MSCI World ex US	0.14	-0.73	0.56	0.65	0.69	-0.26	-0.30	0.17	0.69	0.86	0.83	1.00	
DJ/Wilshire REITs Index	0.04	-0.36	0.36	0.39	0.41	-0.09	-0.37	-0.02	0.51	0.78	0.74	0.63	1.00

\*Correlations based on weekly returns in US\$ unless otherwise noted.

Source: Barclays Capital, Bloomberg, IHS Global Insight, World Gold Council

## 免責事項

本レポートはワールド・ゴールド・カウンシル(10 Old Bailey, London EC4M 7NG, United Kingdom)が公表しています。Copyright © 2011. All rights reserved. 本レポートの所有権はワールド・ゴールド・カウンシルにあり、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。ワールド・ゴールド・カウンシルは、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。ワールド・ゴールド・カウンシルは、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せんが、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、ワールド・ゴールド・カウンシル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、ワールド・ゴールド・カウンシル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、ワールド・ゴールド・カウンシル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。ワールド・ゴールド・カウンシル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ワールド・ゴールド・カウンシルの商標やイラスト、その他のワールド・ゴールド・カウンシル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買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](mailto:investment@gold.org)

**T** +44 20 7826 4700

**F** +44 20 7826 4799

**W** [www.gold.org](http://www.gold.org)