



# GOLD REVIEW

MONTHLY REPORT

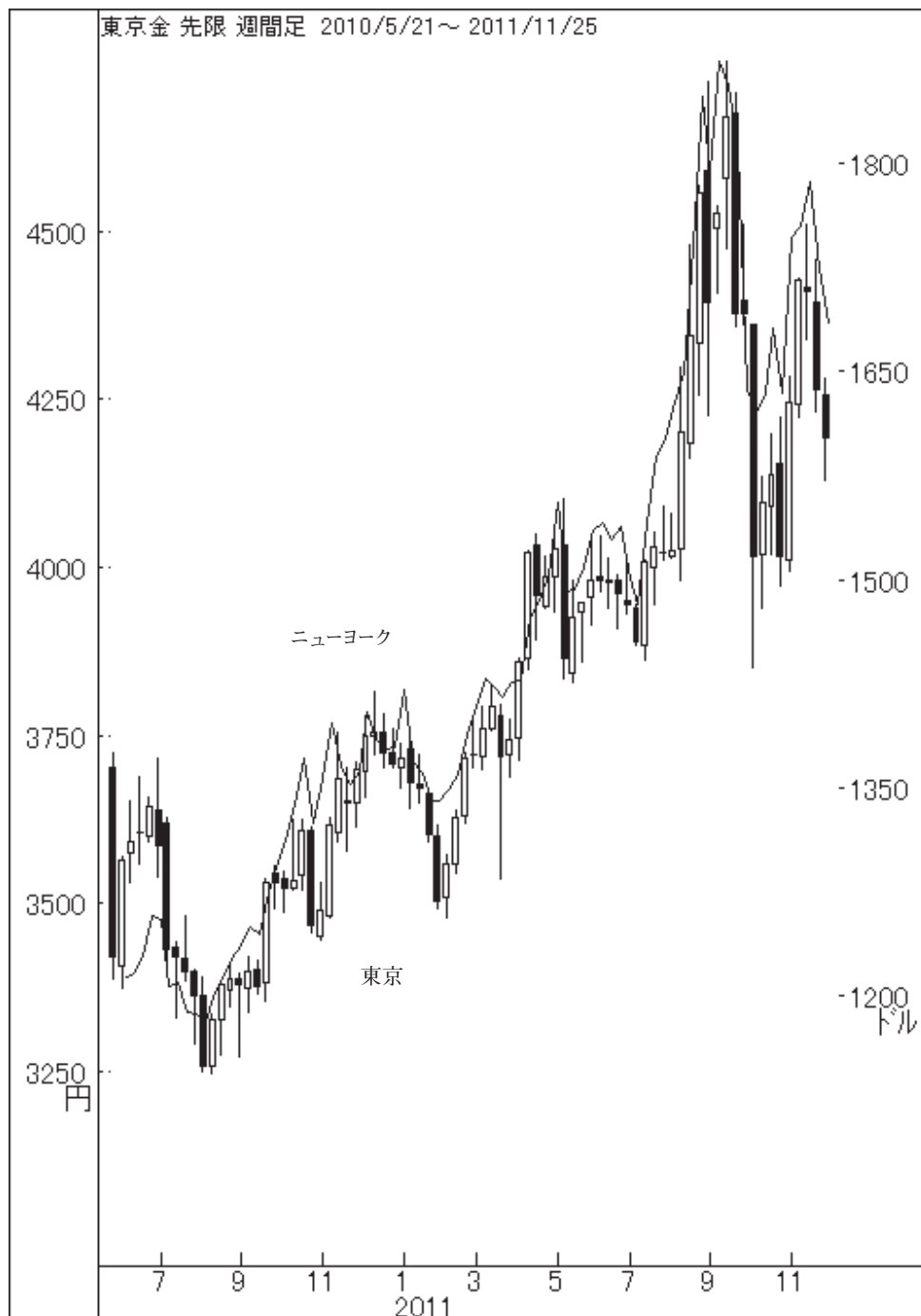
2011. 12 NO.299

---

## INDEX

---

- 銘柄分析 金……………P. 2
- “ ……………P. 3
- 銘柄分析 銀……………P. 4
- 銘柄分析 白金……………P. 5
- 銘柄分析 パラジウム……………P. 6
- 海外レポート……………P. 7
- ゴールド&エコノミックス……………P. 8
- トレーディング・スキル……………P. 9
- チャート分析……………P.10
- 投資環境分析……………P.11
- “ ……………P.12
- マンスリー・チャート……………P.13
- 貴金属カレンダー……………P.14



## ドル高から下値確認を経て反発

11月の金相場は1,714.05ドルから取引を開始した。1,802.60ドルの月上旬高値から反落し、下旬1,665.88ドルまで下落した。1,709.91ドルへの戻りを経て月末に上伸、1,745.10ドルで越月した。一方、東京金は4,343円で取引を開始した。初旬高値4,510円を経て調整局面に入る。下旬安値4,130円を経て月末に反発し4,310円で越月した。

ドル円は78.14円で取引を開始。月初高値78.61円から方向感はや高方向模索となり、中旬76.55円を経て円安方向に反発した。78.27円を経て77.50円で越月した。一方、ユーロドルは1.3855ドルから始まる。月初高値1.3871を経て、下旬にかけて1.3400大台割れ。1.3210の下旬安値を経て1.3441ドルで越月した。

### <欧州債務危機の影響が響く>

11月は感謝祭を前に次第に積極的なポジションどりが後退、既存ポジションの整理解消が先行した。欧州ソブリン・リスクは中核市場であるフランス、ドイツの債券市場で調整圧力が強まりつつある。ギリシャ、イタリアでの政権交代から一時は政治要因となり、直接の市場インパクトは後退し、金価格は小康状態となった。それでもドイツ債の下落により欧州債券全体

に一段の下値余地(金利上昇余地)が拡がりつつある。この予期せぬ金利上昇と欧州全体の財政規律重視による緊縮が、将来的な景気後退につながるとの見方も根強く残されたままだ。株価は世界的に見て、欧州発の下落圧力が米国市場に伝播、感謝祭が接近する中で積極的なポジションどりが後退し一時、米国株は1932年来の思わしくない11月パフォーマンスを展開した。且つ、リスク回避傾向から米国債への一時回帰も発生した。金は価格上昇期待が後退してしまうと絶対的に金利ゼロの資産でしかない。こうなると、質への逃避的行動は、米国債の優位度が上がって来るため、一時退避資産からは一旦距離を置く存在となってしまふ。ここから、米国資本市場の下落調整ケースでは、金があらためて再認識されることもあろうが、極端な株価調整は金を含むコモディティ全般を圧迫してしまう。ただ、下値では伝統的なインド、中国のジュエリー・投資需要が活発化し、あらためて調整底を形成して行くこととなる。11月末のような国際協調としての金融緩和も下支え要因だ。現物買い切り型の相場形成が2011年の相場形成の特徴で、続落傾向は回避へ。

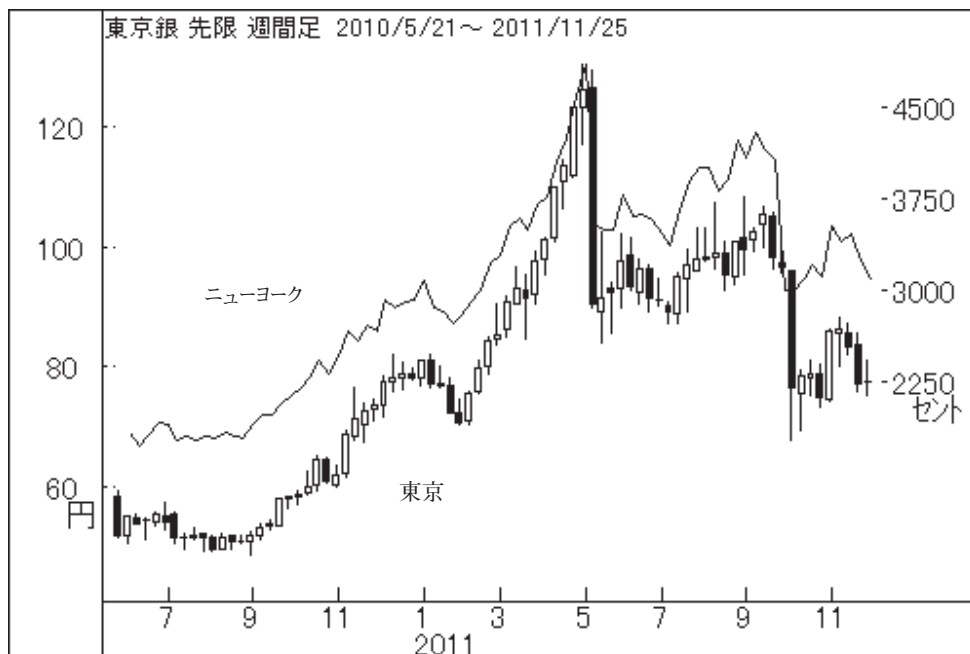
## 金価格に追随しつつ、値固めが先行

11月の銀相場(LDN現物)は34.15ドルから取引を開始した。上旬の35.32ドルの高値を経て失速。下旬安値30.63ドルへの下落を経ての反発も33ドルが重く、32.81ドルで越月した。一方、東工取は86.5円で取引を開始した。上旬高値87.2円から調整入りとなり、下旬安値75.1円まで下落。戻り重く79.0円で越月した。

日常相場は金価格への追随が基本だ。依然として、投機的関心は後退したままである。一時は素材系メタルであるPGMの戻りが目立ったが、銀は貴金属では最後に下値を切り上げるなど

動きは緩慢。長期的には水準回復が見込まれるとは言え、相関が高い非鉄市場の代表格である銅にも重さ。5月高値49.51ドルを形成するなか、その後の反落失による値動きの大きさが、リスクの存在を強く意識させてしまったようだ。銀は金よりも大衆的なメタルでもあり小口需要が主体だが、目先の早急な価格上昇期待が後退している中で、投資家の関心も低下気味のようだ。

金に追随しての価格形成が見込まれるがまずは下値確認が先行し、上昇ペースは緩慢となろう。30～31ドルを下値にまずは値固めの展開に。

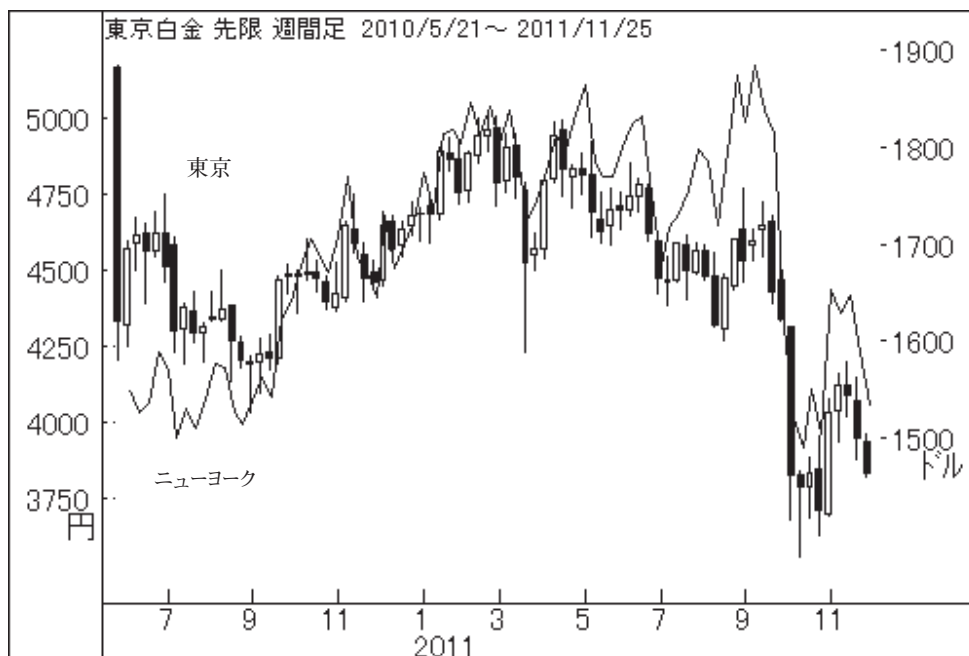


## 金との価格差は次第に拡大気味に

11月の海外白金相場は（NY1月限）は1,609.45ドルで取引を開始した。上旬高値1,676.40ドルから下落に転じ、月末に安値1,513.00ドルをつけた。一転して反発し、1,560.80ドルで越月。一方、東工取は4,086円から始まる。上旬高値4,199円から反落し4,000円大台割れ。下旬安値3,812円を経て3,838円で越月した。

白金は8月より金価格との価格差が逆転している。一旦は金の上昇を見て買いが活発化したものの依然、価格差は逆転したままだ。一時150ドル

程まで拡大した価格差は90ドルへと縮小したものの再度190ドルへと拡大気味だ。また、11月は英JM社が「プラチナ2011中間版」を発表。2011年の世界白金供給量198.9トンに対し総需要は251.3トンと予想。リサイクル増加から6.1トンの供給過剰としている。全体需要は世界経済のリセッション前のレベルに復帰しつつ、今後6カ月の価格動向については平均1,650ドルで、レンジは1,450～1,800ドルとしている。南アフリカの生産者コストの目安でもある1,450ドルの下値確認が先行しよう。

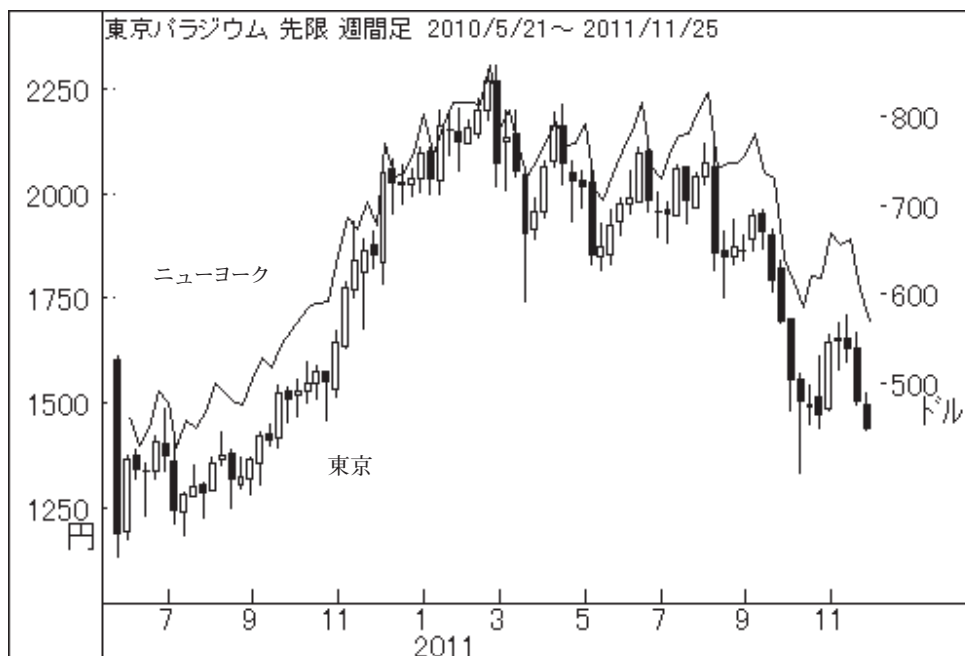


## ロシアの売却増が響き供給超過に

11月の海外パラジウム相場（NY12月限）は648.00ドルから取引を開始した。上旬高値679.65ドルから下落し、600ドル割れを経て下旬安値565.60ドルまで下落し、610.00ドルで越月した。東工取は1,645円から取引を開始し、上旬高値1,707円から反落しつつ1,600円割れ。下旬安値1,424円を経て1,460円で越月した。

一時、10月には投機的に買われる場面もあったが、PGMは次第に失速する株価やマクロ経済環境の悪化といった、センチメントに左右される場面が多くなっている。長期的には、パラジウム

の大手生産国であるロシアの政府在庫の枯渇が云われてはいるものの、足元の世界需給は緩和感が強い。11月公表のJM社「Platinum2011中間版」では、ロシアからの売却増加もあって22.6トンの供給超過が予想されている。この売却がなければ、ほぼ需給は均衡という見方だ。そして、同社は向こう6カ月のパラジウムの予想レンジについて、500～800ドルでの推移が見込まれるとしている。ここからは時間をかけての回復場面となり、地味な下値切り上げとなろう。自動車触媒向け需要を中心に、欧州圏の景気動向が注目される。



### <ニューヨーク> 原油価格が再び上昇

7月以降調整を続けてきたWTI原油先物価格が、足元で再び100ドル/バレル水準まで戻ってきた。その背景の1つに、カナダのパイプライン運営大手が米オクラホマ州クッシングとテキサス州沿岸を結ぶパイプラインの権益の50%を取得することで合意したことがあるとされている。このパイプラインによる原油の輸送方法を変更することで、米国の原油が輸入原油よりも安くなる原因となっていた輸送の滞りが解消される可能性があるらしい。

ただ、世界経済の動きの鈍化が見込まれていることは、原油需要の減退から

原油価格の調整を想像させるものだ。そう考えると、100ドル/バレルというのは低い水準ではない。リーマン・ショック直前の異常な状況を除けば、2000年以降で最高水準にあると言っていい。

おそらく原油価格上昇の別の理由として、世界中で金融緩和の動きが増えてきたことも挙げられるだろう。原油価格の上昇は、産油国や一部の産業を潤すことになる。一方で、金融緩和が実体経済を支えるのではなく、原油などの商品市場に流れ込むだけならば、景気悪化に加えコスト増にも苦しむ状況も想定されよう。

### <ロンドン> 揺らぐ信用

ユーロ圏の7～9月期の実質GDP(速報値)は前期比+0.2%と発表された。プラスではあるが、低成長が続いている。

そんな中で11月23日に実施されたドイツの10年国債入札では、入札額60億ユーロに対し約39億ユーロと約6割の応札額にとどまった。いわゆる「札割れ」である。ドイツ国債はユーロ圏のその他の国と比べ利回りが低く、魅力に欠けたとの意見があった。ただ、その他の国の利回りが高いのはリスクが高いと見なされているからだ。

もし、この札割れがドイツの信用力の変化を表しているならば、それは注意し

なければならない。現在はギリシャ、スペイン、イタリアなどの財政・信用問題が注目されているが、ドイツを含めユーロ圏全体の景気は着実に悪化している。ユーロ圏最大の経済大国であるドイツの信用が揺らぐとなれば、その影響はギリシャの比ではないだろう。追加の経済政策を打たなければ景気は更に悪化し、財政出動を強行すれば財政への不安から金利上昇を招くリスクも高まる。ドイツも安穩としていられる状況ではない。

有事の際に注目される実物資産、金の存在感は低下する状況ではないということだ。

## 米国で年末商戦がスタート

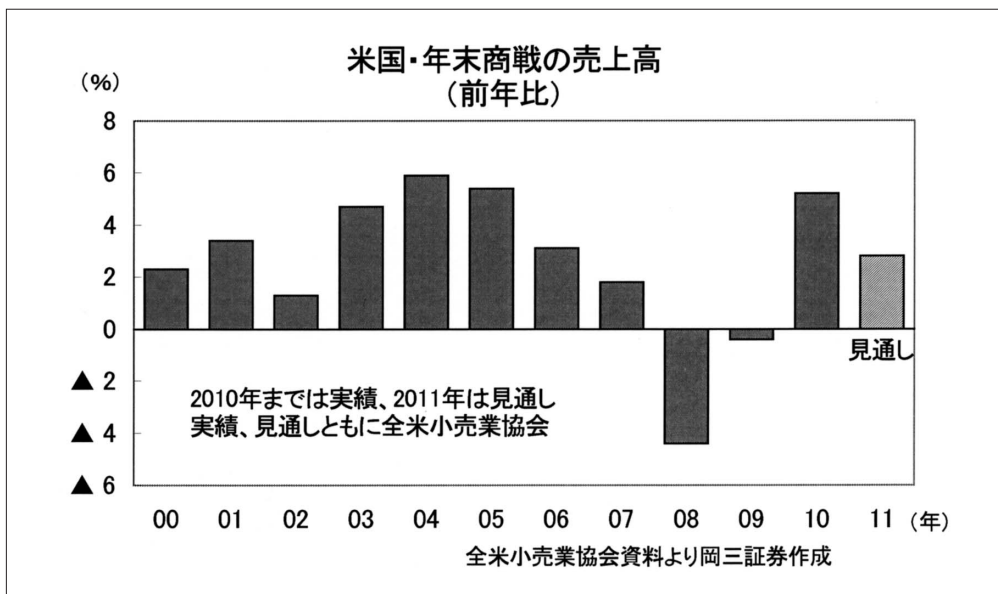
米国では感謝祭（今年は11月24日）が終了し、年末商戦が本格的にスタートした。年末商戦の売り上げは米国の年間小売売上高の約2割程度を占めることから、その動向に注目が集まる。全米小売業協会によると、今年の年末商戦の売上高は前年比+2.8%の底堅い見通しだ。

一方で、米国の個人消費を取り巻く環境は良好とはいえない。依然として失業率は高く、可処分所得は伸び悩んでいる。住宅市場の回復は鈍く、資産価値が低迷している影響も残っていよう。自動車販売などは、日本の震災の影響（供給不足）から立ち直る動きもあるものの、米国各地で発生している格差批判のデモは米国経済が直面している問題の深刻さを示しているのだろう。

ているのだろう。

年末商戦でも、ある調査会社によると「必要なものを買う」消費行動が目立ってきているという。年末商戦に費やすギフトカードの平均費用はリーマン・ショック前の2007年の水準に迫ってきたものの、人々が「浮かれて」消費に走る状況でもなさそうだ。

そうなると年末商戦の底堅い見通し、もしくは実際に堅調な結果となる可能性をもって米国経済に明るい見通しを持つことにはリスクがあろう。米国でも、経済政策を巡って政局が混乱していることを考えればなおさらだ。「意外に悪くない」、「それでも強くない」経済指標に振り回される状況は来年も続きそうである。





## 2011年世界白金需給－中間見通し

英 Johnson Matthey 社が「プラチナ 2011 中間調査報告書」を発表した。2011 年の世界白金供給量は 198.9 トンで、これに対し総需要は 251.3 トンと予想。リサイクル増加から 6.1 トンの供給過剰としている。供給は南アフリカが 148.5 トンとなったが、北米の生産量増加やジンバブエの供給増から全体の供給量は増加。ロシアは前年から横ばいの 25.7 トンに。

一方、需要は自動車触媒向けが震災に

より日本のメーカーなどの調達に影響が出たが、欧米のディーゼル車の増産から 98.3 トンに。産業用はガラス製造や石油精製設備の新設で過去最大の 61.0 トンに達し、宝飾向けは 76.7 トンに。全体需要は世界経済のリセッション前のレベルに復帰したとする。今後 6 カ月の価格動向については平均 1650 ドルで、レンジは 1450 ～ 1800 ドルとしている。パラジウムの予想レンジは 500 ～ 800 ドル。

世界白金需給(トン)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
<b>&lt;供給&gt;</b>					
南アフリカ	157.7	140.4	144.2	144.2	148.5
ロシア	28.5	25.0	24.4	25.7	25.7
北米	10.1	10.1	8.1	6.2	11.2
ジンバブエ	5.3	5.6	7.2	8.7	10.4
その他	3.7	3.6	3.6	3.4	3.1
<b>供給合計</b>	<b>205.3</b>	<b>184.8</b>	<b>187.4</b>	<b>188.2</b>	<b>198.9</b>
<b>&lt;需要:用途別&gt;</b>					
自動車触媒	128.9	113.7	68.0	95.6	98.3
(回収)	-29.1	-35.1	-25.8	-33.7	-36.7
化学	13.1	12.4	9.0	13.7	14.9
電気	7.9	7.2	5.9	7.2	7.8
(回収)	0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
ガラス	14.6	9.8	0.3	12.0	13.5
投資	5.3	17.3	20.5	20.4	15.4
宝飾品	65.6	64.1	87.4	75.3	76.7
(回収)	-20.4	-21.6	-17.6	-22.9	-21.5
医療	7.2	7.6	7.8	7.2	7.3
石油	6.4	7.5	6.5	5.3	6.5
その他	8.2	9.0	5.9	9.3	10.9
<b>需要合計</b>	<b>207.8</b>	<b>191.6</b>	<b>167.6</b>	<b>189.0</b>	<b>192.8</b>
<b>在庫変動</b>	<b>-2.5</b>	<b>-6.8</b>	<b>19.8</b>	<b>-0.8</b>	<b>6.1</b>

※Johnson Matthey 「Platinum 2011 Interim Review」をもとに弊社で作成

## NY金のサイクル・トレンドを追う(102)

先月号では「当面の押し調整目処は10月の押し調整水準である1,638.80～1,608.70ドルが想定される。仮に1,600ドルを割り込む場面があるなら、9月安値1,562.40ドルの攻防もありうる。9月と同様に、1,800ドル越えの高値圏では次第に地合いが閑散化して行こう。急速に値を飛ばすケースでは反落も警戒で」とした。

続く11月は10月の地味な反発の後で調整下落場面からスタート。第1週高値1,798.40ドルから、押し形成先行となる。第3週安値1,674.40ドルを経て戻りも重く、足元は引き続き下

値確認の動きが先行しよう。当面の押し調整目処は10月の押し調整水準である1,608.70ドルが想定されるが、仮に1,600ドルを割り込む場面があるなら、9月安値1,562.40ドルの攻防も想定される。むしろ、1,562.40ドル割れで、長期の上げ相場の流れに一旦、変化が見えてしまう弱気シナリオも想定しておきたい。ここからの1,700～1,720ドル越えて調整一巡と短期上昇の再開を追認して行く。急速に値を飛ばすケースでは反落も警戒で。やはり終値ベースでの地味な下値切り上げが理想的な展開だ。



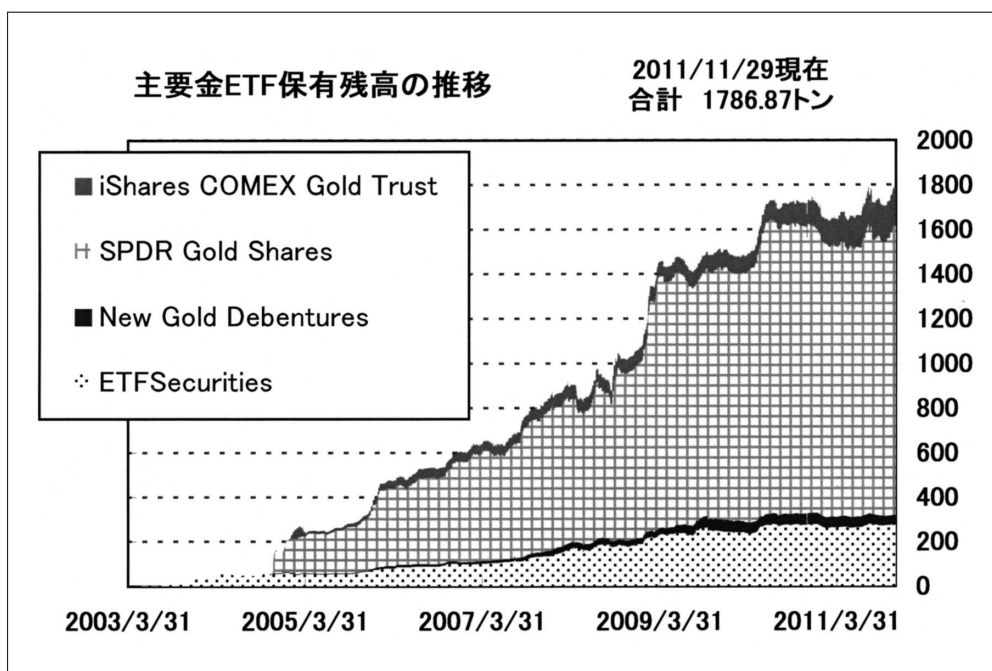
## 欧州債務危機の混沌を映す

11月の金価格は内外ともに小動きとなった(表記は11月30日東京13時現在)。終値ベースではドル建てでは0.42%高、円建てでは0.32%安とほぼ同値圏での推移となった。米ドルは指数で見ても3.82%の上昇と前月のドル安から転じて、ドル高傾向となった。スイスフランが当局の介入スタンスを映し対ドルで下落する一方、欧州債務危機対応の混迷もあり豪ドルが下落し、クロス円ではほぼ円全面高に近い状況となった。ただ、総じて為替市場では方向感乏しく、ドル買い先行の地合いとなった。

CRB先物指数は、前月から下落し調

整含みに。貴金属・非鉄全般は調整下落気味となり株価下落もあって、しばしセンチメントが後退。一方でエネルギーはWTI原油がブレント原油との価格差を縮小しつつ、米国内での送油ルート変更を見ての需給改善期待に買い戻しが先行した。そして、米国中西部での収穫進展圧迫や南米産地の供給増見込みから穀物価格は軟化。一方、株式市場は欧州債務問題の混迷から債券安とともに失調気味となる。米国株も反落し、当初は軟調地合いとなった。アジアの成長市場も軟調であった。金鉱株関連は、株式市場の失調で弱含みの展開に。

CRB先物指数と主な商品価格の動き		11月30日13時現在	
	直近値	前月末	前月比(%)
CRB先物指数	310.46	319.84	-2.93%
金(COMEX)	1721.3	1724.2	-0.17%
銀(COMEX)	3186.5	3433.7	-7.20%
白金(NYMEX)	1540.7	1607.6	-4.16%
銅(LME)	7490	7990	-6.26%
WTI(NYMEX)	99.25	93.19	6.50%
Hオイル(NYMEX)	3.01	3.0429	-0.94%
RBOBガソリン(NYMEX)	2.5453	2.6429	-3.69%
天然ガス(NYMEX)	3.633	3.934	-7.65%
コーン(CBT)	595.25	647.00	-8.00%
大豆(CBT)	1117.25	1207.50	-7.47%
小麦(CBT)	594.25	628.25	-5.41%
コーヒー(ICE)	225.25	226.95	-0.75%
砂糖(ICE)	23.55	25.77	-8.61%
※データはロイター：終値は時間外取引時の価格も含まれます。			



主要通貨と株価指数、金価格と金鉱株の動き (%) 11月30日13時現在			
		※データ出所：ロイター	
通貨と金価格	(直近1カ月)	株価指数	(直近1カ月)
ドル/スイス	4.94	タイ	-5.95
ドル/SAランド	4.82	インド	-9.58
ドル指数	3.82	仏CAC	-6.66
ドル/カナダ	3.33	オーストラリア	-4.53
ドル建て金	0.42	韓国	-3.55
ドル/円	-0.32	NYダウ30	-3.34
ユーロ/英ポンド	-0.81	香港ハンセン	-9.78
円建て金	-1.10	TOPIX	-5.39
英ポンド/ドル	-3.11		
英ポンド/円	-3.39	金鉱株関連	
ユーロ/ドル	-3.88	アングロ・ゴールド	-2.41
ユーロ/円	-4.16	パリック・ゴールド	0.87
豪ドル/ドル	-4.93	ニューモント・マイニング	-2.30
豪ドル/円	-5.21	金銀鉱山株指数	-3.17
NZドル/円	-5.69	南ア金鉱株指数	0.26



## 貴金属カレンダー・12月度予定表

	主要経済指標発表予定、および一般行事予定など
12/1	米) 11月ISM製造業景況指数(生産:10月→50.1)
2	米) 11月雇用統計(10月→失業率9.0%、非農業部門雇用者数8万人増)
3	
4	
5	
6	欧) ユーロ圏7~9月期GDP改定値(速報値→前期比0.2%上昇)
7	欧) 英中銀金融政策委員会(8日まで)
8	欧) ECB理事会
9	日) GDP7~9月期二次速報値(速報値:前期比1.5%増)、米) 10月貿易収支(9月→赤字431億0700万ドル:国際収支ベース)
10	FULL MOON
11	
12	
13	米) FOMC
14	欧) ユーロ圏11月消費者物価指数改定値(速報値→前年同月比3.0%上昇)
15	米) 11月生産者物価指数(10月→前月比0.3%低下)、米) 11月鉱工業生産指数(10月→前月比0.7%増)、米) 11月設備稼働率(10月→77.8%)
16	米) 11月消費者物価指数(10月→前月比0.1%低下、コア→0.1%上昇)
17	
18	
19	
20	日) 日銀政策委員会・金融政策決定会合(21日まで)、欧) 独12月ifo景況感指数(11月→106.6)、米) 11月住宅着工件数(10月→前月比0.3%減)
21	
22	米) 7~9月期GDP確報値(改定値→前期比年率2.0%増)
23	日) 天皇誕生日(休日)、米) 11月新築住宅販売件数(10月→前月比%1.3増)
24	
25	NEW MOON、クリスマス
26	欧) ボクシングデー(英連邦、独など休日)、米) クリスマス振替休日
27	欧) バンクホリデー(英国休日)、米) 12月消費者信頼感指数・カンファレンスボード(11月→56.0)
28	
29	
30	日) 大納会
31	

## 商品先物取引に係る留意点について

### ●委託者証拠金について

商品先物取引はその委託に際して委託者証拠金の預託が必要になります。最初に預託する委託者証拠金の額は商品により異なりますが、2011年12月1日現在、最低取引単位(1枚)当り最高270,000円、最低21,000円です。ただし、その後の相場の変動によっては、不足額の預託が必要になることがありますので注意が必要です。またその額は、商品や相場の変動によって異なり、一様ではありません。

### ●委託手数料について

商品先物取引において売買が成立した場合は委託手数料がかかります。その額は商品によって異なりますが、2011年12月1日現在、最低取引単位(1枚)当り最高10,605円、最低756円です(片道・消費税込・先限ベース)。

※上記の証拠金・手数料については、商品・約定値段等によって異なる金額が適用されますので、お取引をされる際は、その都度担当者へご確認ください。

### ●商品先物取引のレバレッジについて

商品先物取引の取引額は、最初に預託する委託者証拠金に比べて著しく大きな額となります。具体的には、商品によって異なりますが、2011年12月1日現在、委託者証拠金の約8倍から約42倍の取引額になります(先限ベース)。

### ●商品先物取引のリスクについて

商品先物取引は相場の変動によって損失が生ずるおそれがあります。また、委託者証拠金に比べて何十倍もの金額の取引を行うため、その損失額は預託された委託者証拠金の額を上回ることがあります。

### ◆お取引に関する相談は

①当社お客様相談窓口：東京都中央区新川2-12-16

TEL 03-3552-1203

②日本商品先物取引協会相談センター本部：東京都中央区日本橋小網町9番4号

TEL 03-3664-6243

### ◆当社企業情報に関するディスクロース資料は当社の本・支店・ホームページおよび日本商品先物取引協会のホームページで閲覧できます。

この資料は貴金属全般の投資の参考となる情報提供を目的として作成しております。岡藤商事が信頼できると判断した情報に基づき作成されたものですがその情報の正確性と完全性を保証するものではありません。記載内容、数値、図表等は本資料作成時点のものであり、事前の予告なしに変更される場合があります。また、本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆、保証するものではありません。銘柄選択、売買判断等投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

編集発行 岡藤商事株式会社

商品先物取引業者

(経済産業省平成22・12・22商第6号、農林水産省指令22総合第1351号)

日本商品先物取引協会会員

日本商品清算機構清算参加者

東京都中央区新川2-12-16 TEL(03)3552-1370

定価1部250円(3ヵ月750円 6ヵ月1500円)

2011年12月10日発行 禁無断転載 毎月1回発行