

#### Gold

ドル高と予想以上のPMIで、過去5ヶ月で最高値1810ドルをつけた後1770ドル以下に下落

#### Silver

需要低迷でインドの銀価格0.30ドル/オンスに下落

#### Platinum

NYMEXのファンドマネジャーロングポジション、3月以来ネットで初めて31.1トン(1Moz)を割る

#### Palladium

フォルクスワーゲン、11月21日からコロナで閉鎖の中国工場、再開へ

## 昨今のゴールド価格上昇は続くのか？

ゴールド価格は9月以来3度にわたって、1620ドルを切ったが、現在は1780ドル付近で、9月の安値から約11% (160ドル)回復している。このように持ち直ったことでゴールドが構造的に変化しているとも解釈できるが、我々は価格がこのまま上がり続ける可能性は低いとみている。なぜならば2023年は実質金利が上昇してゴールドを保有する機会損失コストが上がるため、世界の金融市場が今経験しているリリーフラリーの後は、投資家センチメントは萎えてしまうと考えられるからだ。

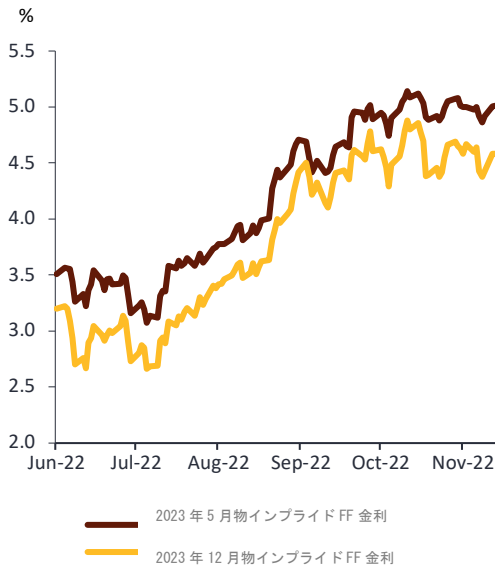
ここ数週間のゴールド価格の変動を振り返ってみると、価格回復の一つの重要な要因に10月の米国の消費者物価指数の上昇率が前年同月比で予想を下回って7.7%だったことがある。物価水準としては依然高いが、今年7月の9%という数字からは顕著に低くなった。インフレ上昇率がここ数ヶ月で下がり、Fedのタカ派的な金利政策が変わるのではという期待が大きくなったことで、米ドルと債券利回りを抑える結果となった。11月に発表されたFedの理事会議事録によると、現在の金利引き上げが財政と広範な経済の安定に与える影響を懸念しているという複数の発言に対し、半数以上のメンバーは金利引き上げのペースを近日中に緩めることが適当であると考えていることが伺われる。

それ以来、理事会メンバーの多くは、金利上昇幅が小刻みになる可能性について言及しており、ジェイ・パウエル氏の最近のスピーチにもタカ派的方針の転換に市場の期待が高まった。さらに来年の米国経済が後退あるいは不景気になると予測するデータが増えていることも、金利引き上げのペースが減速するだろうという見方を支えている。

Metals Focus による Precious Metals Weekly は  
以下の各社提供となります。



## 米フェデラルファンド金利



資料 ブルームバーグ

例えば過去数ヶ月の米国の製造業、住宅、消費者心理の指標は、労働市場が比較的好調であるにもかかわらず、どれも悪化しており、米国経済が来年不景気になる可能性は、8月の 40% に対して今や 62% (ブルームバーグ) となっている。

物価上昇への圧力が弱まり、景気後退への懸念が高まるにつれ、投資家が Fed に期待する金利引き上げのペースも変化してきた。フェデラルファンド金利は2023年6月にピークに達し 5.14% になると予測されていたが、今ではフェデラルファンド金利先物は、来年5月の 4.94% がピークになるという見方に変わってきている。そのピークに対し、投資家は2023年末までには 50ベースポイント近く下がるとも予測しており、2023年12月のフェデラルファンド金利先物は、4.48% をつけている。

これを背景に米ドルと債券利回りは共に下がり、ゴールド価格を押し上げた。米ドルは今年最も高かった時よりも 9% ほど低く、ベンチマークとなる米10年債の利回りは、ピークだった10月初めの 4.25% から 75ベースポイント下がっている。ゴールド、債券、ドルの動きの荒さが目立っているのは、上記で述べた様々な動きの前に既に建てられたポジションに対してショートカバーや投げ売りが出たことで、値動きが強調されたからだ。

CME データによると、今年の大きな金利引き上げを背景にファンドマネジャーは、9月初めから10週間にわたってゴールドに対しネットでショートポジションを維持したことがわかる。これに先行したのが、他国の中央銀行よりも明らかにタカ派的な政策をとる Fed の姿勢から、金利差の拡大を期待して、米ドルに対する強気なロングポジションだった。

米ドルのロングポジションとゴールドのショートポジションの期間が長かったことから、直近のゴールド価格の動きは新たな買いではなくショートカバーが引き起こしたと言える。言い換えると、ファンドマネジャーのグロスのショートポジションは11月29日現在、9月末にピークとなった 363.9トン から 60% 減っており、対照的にグロスのロングポジションは同期間、16%しか増えていないのだ。

最近の Fed のコメントに関して一言述べると、市場は金利引き上げの減速に注目しているが、多くの政策担当者が今の市場予測をさらに上回る高い利上げの最終点に言及していることに注意すべきだ。これは Fed がタカ派的なスタンスを維持した場合の反動がありうることを意味している。

さらに来年下半期に金利が引き下げられるという市場の期待に対する我々の見方は、政策担当者が金融政策の緩和に動く前に、インフレが十分に抑制されていることを確認する必要があるため、Fed が引き下げの時期を遅らせる可能性もあると考えている。そうなれば、インフレが収まっても政策金利は下がらず、2023年の実質金利も高いまま推移すると考えられる。

とはいえ、金融政策が投資家センチメントの大きな要因となっていることから、ゴールドはポジティブなリスクセンチメントに沿って動いており、株の動きに比例している。従って、米国が不景気にならずに経済が回復に向かえば、投資家はゴールドのような安定資産から離れてリスク資産に向かうため、この関係は不利になる。こういったこと全てが最近のゴールド価格の上昇は長く続かないことを示唆しており、12月半ばの Fed 会議 と来週明けの US CPI データが重要となってくるだろう。

## 金価格と米ドル指数



資料 ブルームバーグ

## チャート - 貴金属価格（米ドル/オンス）

### ゴールド



資料 ブルームバーグ

### シルバー



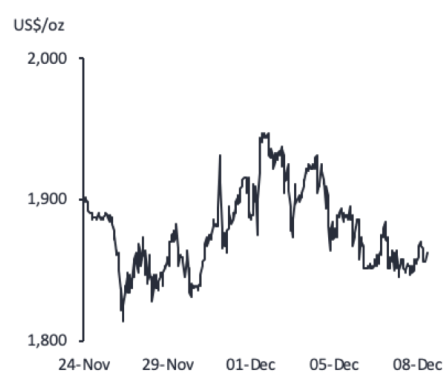
資料 ブルームバーグ

### プラチナ



資料 ブルームバーグ

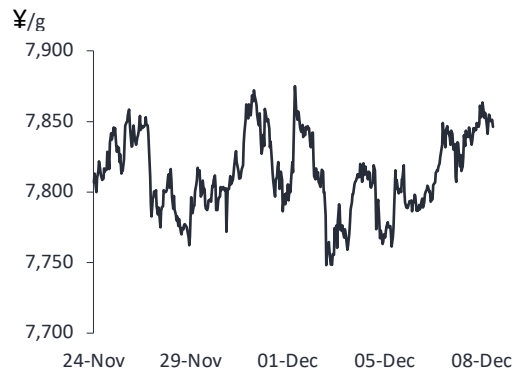
### パラジウム



資料 ブルームバーグ

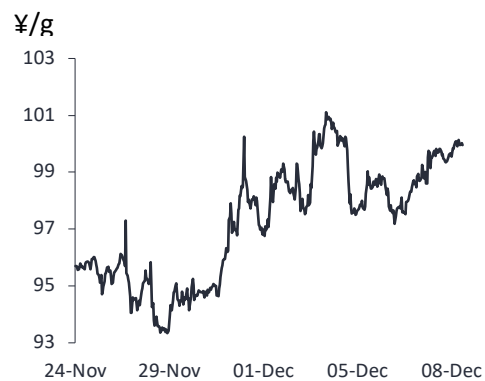
## チャート - 貴金属価格（日本円/グラム）

### ゴールド



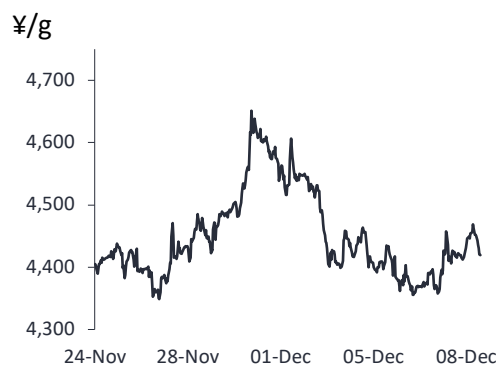
資料 ブルームバーグ

### シルバー



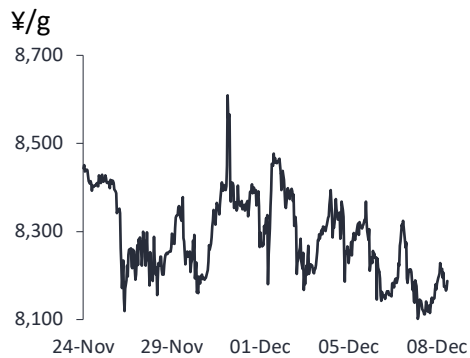
資料 ブルームバーグ

### プラチナ



資料 ブルームバーグ

### パラジウム



資料 ブルームバーグ

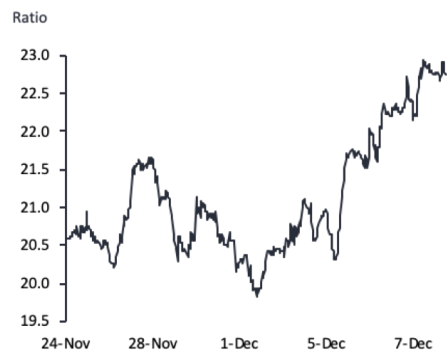
## チャート - レイシオとスプレッド

金銀比価



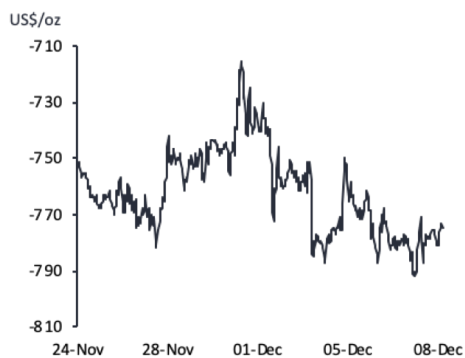
資料 ブルームバーグ

金原油比価



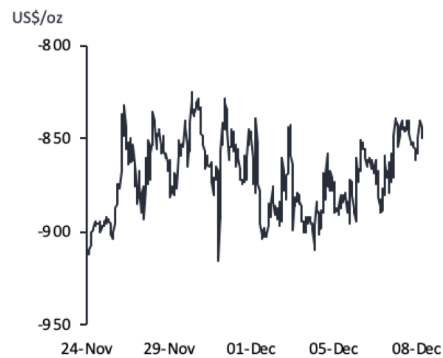
資料 ブルームバーグ

プラチナ・ゴールドディスカウント



資料 ブルームバーグ

プラチナ・パラジウムディスカウント



資料 ブルームバーグ

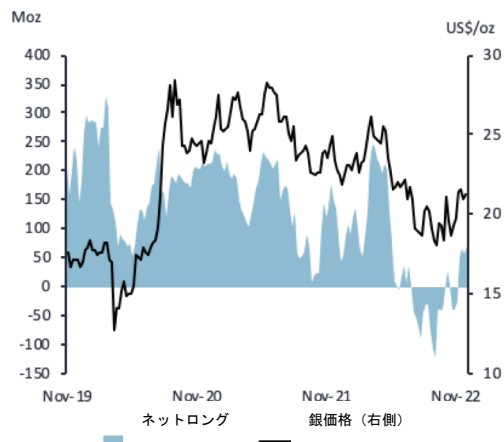
## チャート - CME ネットポジション\*

### ゴールド



\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

### シルバー



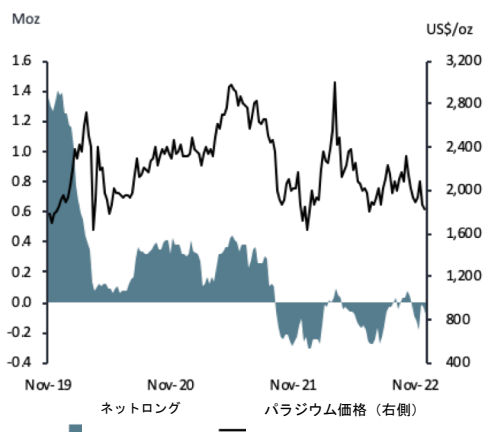
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

### プラチナ



\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

### パラジウム

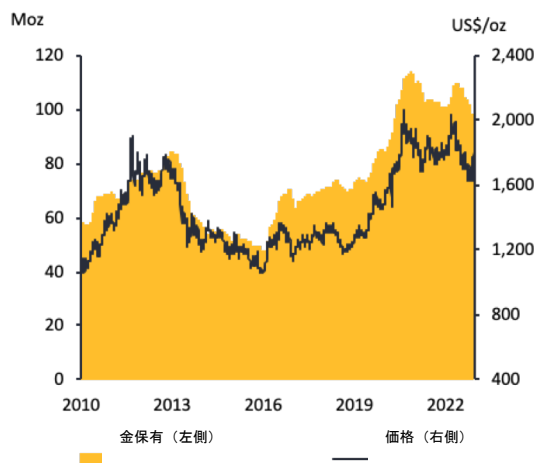


\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ



## チャート - ETP 保有高

### ゴールド



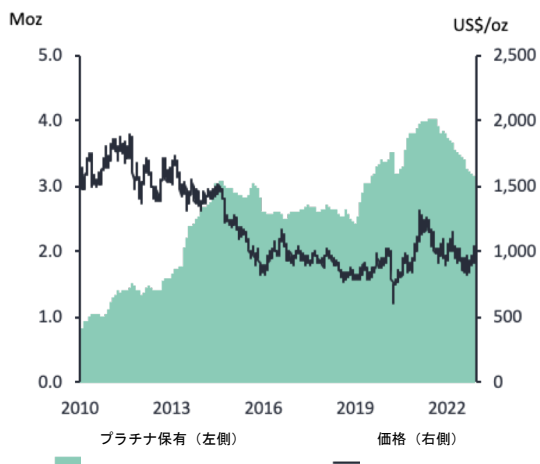
資料：ブルームバーグ

### シルバー



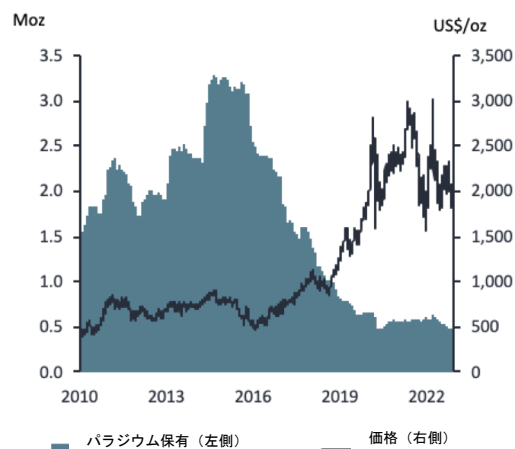
資料：ブルームバーグ

### プラチナ



資料：ブルームバーグ

### パラジウム



資料：ブルームバーグ

## Metals Focus - The Team

Philip Newman, Managing Director  
Charles de Meester, Managing Director  
Neil Meader, Director of Gold and Silver  
Junlu Liang, Senior Analyst  
Simon Yau, Senior Consultant - Hong Kong  
Peter Ryan, Independent Consultant  
Elvis Chou, Consultant - Taiwan  
Michael Bedford, Consultant  
David Gornall, Consultant  
Sarah Tomlinson, Analyst  
Neelan Patel, Regional Sales Director  
Mirian Moreno, Business Manager  
Erin Coyle, Sales & Marketing Administrator  
Ghananshu Karekar, Research Associate

Nikos Kavalis, Managing Director - Singapore  
Adam Webb, Director of Mine Supply  
Wilma Swarts, Director of PGMs  
Philip Klapwijk, Chief Consultant  
Chirag Sheth, Principal Consultant - Mumbai  
Yiyi Gao, Senior Analyst - Shanghai  
Çagdas D. Küçükemiroglu, Consultant - Istanbul  
Dale Munro, Consultant  
Harshal Barot, Senior Consultant - Mumbai  
Jacob Smith, Senior PGM Analyst  
Francesca Rey, Consultant - Manila  
Celine Zarate, Consultant - Manila  
Jie Gao, Research Analyst - Shanghai

## Metals Focus – Contact Details

### Address

6th Floor, Abbey House  
74-76, St John Street  
London, EC1M 4DT  
U.K.

Tel: +44 20 3301 6510

Email: [info@metalsfocus.com](mailto:info@metalsfocus.com)

Bloomberg launch page: MTFO

Bloomberg chat: IB MFOCUS

[www.metalsfocus.com](http://www.metalsfocus.com)

## 免責条項と著作権

特記されている場合を除き、当レポートの全ての著作権はメタルズフォーカス Ltd に帰属する。当レポート(含有及び添付資料を含む)は利用者に対してのみ作成されたもので、当レポートのいかなる部分も貴金属及び関連する金融商品や投資の売買を提案するものではなく、そのような商品の売買に関する助言とみなされるべきではない。当レポートの内容に基づいたいかなる行動も、専門の投資アドバイザーに助言を求めた上でなされるべきである。当レポートの内容は綿密な調査に基づいて作成されているが、メタルズフォーカス Ltd が情報の正確性及び適時性を保証するものではない。メタルズフォーカス Ltd は当レポートの情報に関する誤りや不作為、当レポートの情報に起因して生じるいかなる損失あるいは損害、第三者に生じた損失あるいは損害に関して一説の責任を負わない。

当レポート(あるいは当レポートのどの部分に関しても)はメタルズフォーカス Ltd の書面による許可なくして、いかなる手段にても第三者に複写、配布、送付、引用されてはならない。電子的な配信の場合は、ユーザーライセンスが許可された購読者のみが当レポートのコピーをダウンロードすることが許されている。その他のユーザーライセンスはメタルズフォーカス Ltd から購入が可能である。許可されない行為が行われた場合には民法あるいは刑法に応じた手段を講じる場合がある。

当和訳は英語原文を翻訳したもので、あくまでも便宜なものとして提供されている。英語原文と和訳に矛盾がある場合、英語原文が優先する。