



Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第7号 2023年1月5日

ゴールド

ゴールドは、今週発表された FOMC の議事要旨を受け 1830 ドル付近で取引

シルバー

インドのシルバー市場は需要の低迷で 輸入コストより 0.80ドル/オンス 割安で取引

プラチナ

2022年末のプラチナの ETP 保有高は前年比マイナス 15%で 96.4トン

パラジウム

トヨタの11月の自動車販売高は前年比プラス 3%で 79万6000台、4ヶ月連続で前年比増

貴金属、2023年の展望

今年のゴールドは、実質金利の上昇・ドルの高止まり・中央銀行の買い上げを含む現物市場で他の投資資産がより有利になるなどで、価格の下落傾向が明白になり始めるだろう。シルバーは、ゴールドに釣られて下がりはあるが、良好なファンダメンタルズと工業需要の回復で現実には金銀比価が上昇することはないだろう。一方プラチナは、供給不足の拡大がゴールドからの下落圧力を押し返し、ほぼレンジ内にとどまるだろう。対照的にパラジウムは供給不足が縮小して長期的な見通しの弱さのために2023年は価格が下落するだろう。ロジウムも不安なほど現物がタイトではあるが、供給不足の縮小で価格上昇のプレッシャーは多少削がれるだろう。

ゴールド

2023年は7ヶ月ぶりの高値となる 1865ドルでドラマチックに幕が開けた。主な原因はショートカバーのようだが、この右肩上がりの動きは2022年11月から続く一連の流れである点が重要で、その流れを作っていたのは金利が予想されたほど早く上昇しないのではないかという期待であった。

しかしもはやその期待を持ち続けることはできないのは、マーケットは名目金利を非常に重視しているように思われるからだ。1月4日に公表された連邦公開市場委員会の議事要旨はタカ派姿勢が明らかで、Fedはインフレが抑制されたと確認できるまで金利引き下げは行われないのではないかと推測される。これを受けゴールド価格は1830ドル台に下がった。従って、直近の米国消費者物価指数が7.1%、10年物国債が3.7%で取引されている中で、実質金利の上昇を避けることは難しいだろうし、たとえほかの政策が実行されたとしても、Fedのバランスシート縮小による国債への利上げ圧力も無視することはできないだろう。

この見方にはインフレ上昇率が抑制されるだろうという期待が背景にあるが、燃料価格の高騰が収まり物流のボトルネックが解消される可能性が高いことから、ゴールド価格は下がって当然という結論に行き着く。焦点は2023年度内の価格下落がどの程度かということになるが、どちらにしてもゴールドに対する我々の展望には変わらない。

Metals Focus による Precious Metals Weekly は

以下の各社提供となります。



米国の失業率とインフレ率



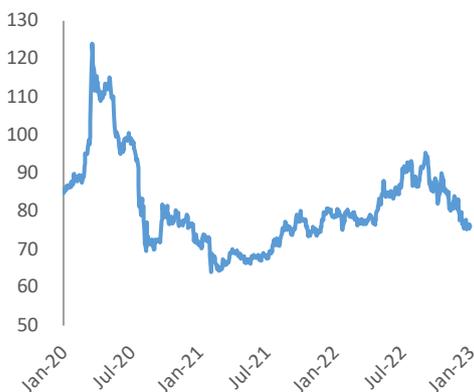
さらに米国経済が今後数ヶ月にわたって欧州経済ほどは悪化しないだろうという見方も無視はできず、金利差が米ドルを弱めることはあまり考えられない。世界経済が下半期までに回復すれば株式市場を底上げし、安全資産の魅力を削ぐことになるだろう。しかしこれは、ウクライナでの戦争が決着のつかないままダラダラと続き、台湾問題もエスカレートしないという仮定がある。

投資家のリスクオン心理の弱まりと実質金利の上昇を背景に、今年のゴールド価格は顕著に下落傾向が強まるだろう。その他留意すべきなのは現在、多くの現物市場が弱いことで（インドはディスカウント）、昨年見られたような中央銀行による大量の買い上げはないだろうということだ。最後に機関投資家の投資規模、この投資がどこまで伸びる可能性があるかを考慮に入れることも重要だ。この点に関して有益な近似値となるのが現物の余剰分で、2016年から2022年の合計は 5800トンだ。しかしポートフォリオの分散化の現在の動きが、この余剰分をある程度は相殺することになるだろう。

シルバー

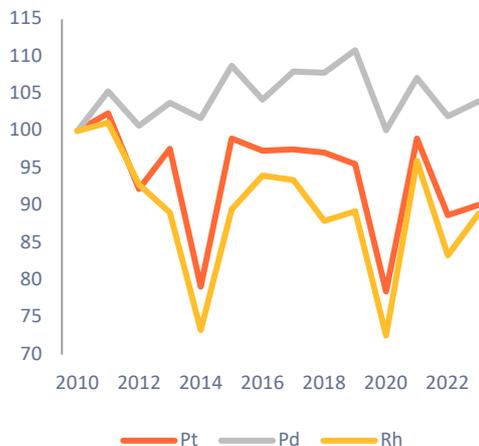
ゴールド同様にシルバーも、年末には4月末以来で初めて 24ドルを超えるなど 2022年は好調のうちに終わり、この時期のシルバーの良好なパフォーマンスのおかげで金銀比価は昨年の1月以来となる 75 に下がった。この上昇気運は、CME のファンドマネジャーのネットポジションが、昨年10月半ばは 1212.9トンのネットショートだったのが、12月末にかけて 4478.4トンのネットロングに転換したことが示すように、シルバーに対する投資家のセンチメントが好転していることを表している。

金銀比価



そしてこの流れは、シルバーを含む工業メタルの需要に対する楽観的な見方を受けて、今年1月もほぼ続いている。この背景には、主に中国がゼロコロナ政策をやめたことで今年下半期に中国経済が回復するだろうという投資家の期待感がある。しかしながら、ゴールドに関して述べたように、シルバー価格は徐々に下落すると我々は考えている。とは言え、次の二つの理由でその下落も限定的なものにとどまるだろう。一つは投資家の工業メタルに対する好感。二つ目は、シルバーは数十年前とは打って変わって、今や構造的に供給不足であること。既に昨年の LBMA の在庫が過去7年間で最低水準であったことにも不足の程度が現れている。したがって今年の供給不足が昨年ほど極端ではないにしろ、シルバーの在庫にどのような影響が及ぶのか、そして投資家がそれにどう反応するか、注意深く見守る必要があるだろう。

PGM の指標化鉱山供給



資料 メタルズフォーカス； 2010 年を 100 として

プラチナは供給不足が拡大

プラチナは昨年、7年ぶりに供給不足となった。2023年は過去20年間で最大となる供給不足が予測されており、それが我々の長期展望を強気としている根拠である。顕著な供給不足は需要の成長が供給を上回っていることに他ならないのだ。

需要の伸びの大半は自動車触媒とガラス産業、そして個人投資家の分野にある。自動車のプラチナ需要を支える要因としては、パラジウムに代わる触媒としての需要、半導体不足問題の解消、そして内燃機関自動車の生産の増加がある。一方供給の方では、鉱山生産は溶鉱炉の保守作業が昨年終了したことで前年比では増えるだろうが、南アフリカの電力網が引き続き不安定かつ供給も十分でなく、半加工在庫のバックログの処理が2021年のACP転炉事故後の時ほどは順調に進まないリスクが高い。これに加え、南アのモグラクエナ鉱山の品位低下の問題もあり、鉱山生産の足を引っ張ることになるだろう。

プラチナの長期的な展望は強気ではあるが、今年の価格上昇は限定的で、下落する期間もあることは否めない。インフレ上昇率が収まって実質金利が上がれば、金利を産まない資産を保有することで機会損失コストが増え、プラチナ価格には圧力がかかるだろう。しかし中国の輸入を含むプラチナの需要は強く、供給に限度があることから、今年のプラチナはゴールドのパフォーマンスを超えるのではないかと考えられる。

パラジウムは徐々に下落

2022年のパラジウムは表面的には再び絶好調であったように見える。3年連続で最高値を記録し、3442ドルにまで上昇した。ロシアがウクライナに軍事侵攻したことによって供給への不安が高まり、投機的な機運も取り沙汰された。しかし高騰は続かず、12月末にはガソリン車生産の減産と中国の輸入が減少したこと、消費者需要の低迷で、パラジウム価格は1652ドルまで下がり、年間平均価格が、2016年以来初めて前年比マイナスとなる2112ドルとなった。2023年は主にリサイクルの増加で供給が増えると予測となっている。半導体不足問題が解消して新車生産が回復することで、廃車が増えスクラップが増えるためだ。一方需要は、主要市場の不調で2022年とほぼ変わらず。今年の自動車生産は回復するが、増産はバッテリー電気自動車が中心で、パラジウム需要には貢献しないだろう。ガソリン車でパラジウムの代わりにプラチナを使う動きはさらに進み、自動車産業のパラジウム需要は減少するだろう。パラジウム市場は供給不足が続くが、2022年の不足ほどではないため価格に影響するだろう。さらに市場関係者はこの先、パラジウムが余剰に転じる可能性が高いことを認識しており、このため年末までには今の水準よりも大幅に下落すると思われる。

PGM の自動車触媒の需要とリサイクル



資料 メタルズフォーカス

ロジウムは供給不足が縮小し前途多難

2023年のロジウムは供給の伸びが需要を上回って供給不足が縮小されるために、市場は年間を通じて再び乱高下を繰り返すが、年間平均価格は昨年を下回るだろうというのが我々の予測である。年初は内燃機関自動車の生産回復で恩恵を被るが、溜まっていた新車注文が無くなれば、時とともに広がる経済不安と自動車ローン金利の上昇が新車販売に響き、価格へのプレッシャーがかかるだろう。

2023年のロジウムの鉱山生産の83%は南アフリカ産となるだろうが、上述したように南アフリカは国営電力会社である Eskom の問題や社会不安などいろいろな価格の上昇リスクが考えられる。しかしこのような状況でも我々は、鉱山生産は低い水準であった前年よりも増え、新車供給が回復して古い車の廃車が増えることでスクラップが増えてリサイクル供給が増え、ロジウムの供給は増えると予測している。

2023年のロジウムの供給不足量は近年ほどではないだろうが、ロジウムの地上在庫は極端に少ない（半年分の需要以下）ことを忘れてはならない。ETP 保有高は0.3トン以下（2016年は4.3トンあった）で、2022年のETPの売りはわずか15.6キロ、つまり残るETPの現物残高はほとんど動かないもので、市場にとっては非常に流動性が低いことを意味している。現物の流動性の低下が在庫の偏在と供給不足を生じさせ、地上在庫が少ないために価格高騰、スプレッドの拡大、そして高いボラティリティとフォワードレートの急騰を招く可能性が高い。

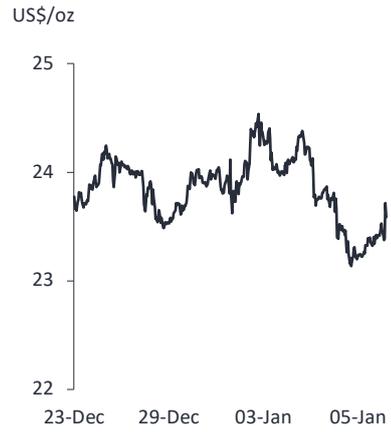
チャート - 貴金属価格（米ドル/オンス）

ゴールド



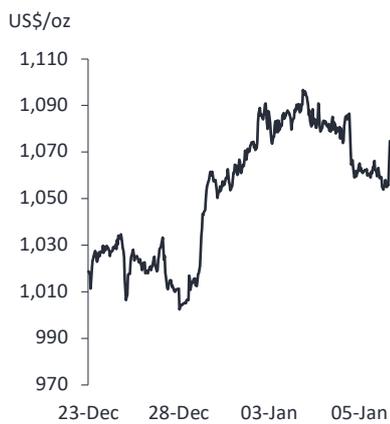
資料 ブルームバーグ

シルバー



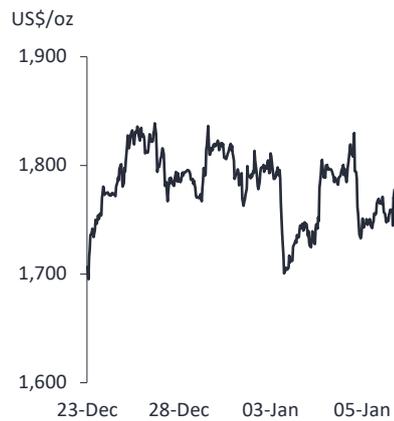
資料 ブルームバーグ

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

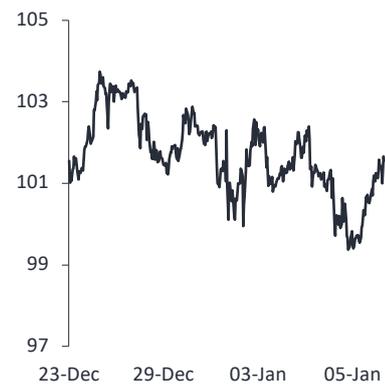
¥/g



資料 ブルームバーグ

シルバー

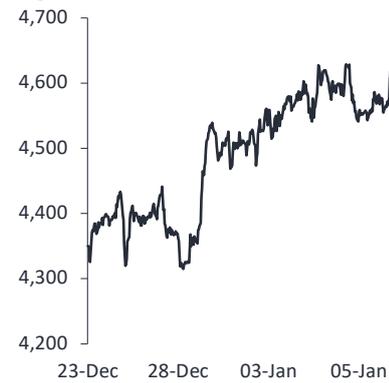
¥/g



資料 ブルームバーグ

プラチナ

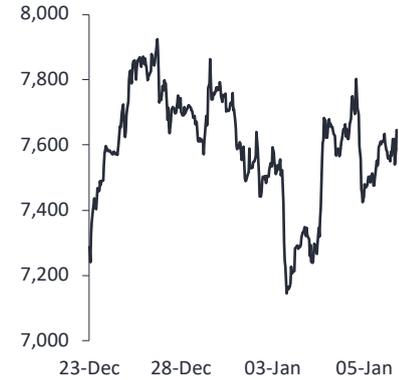
¥/g



資料 ブルームバーグ

パラジウム

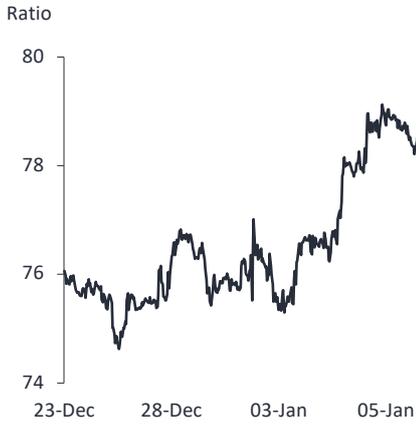
¥/g



資料 ブルームバーグ

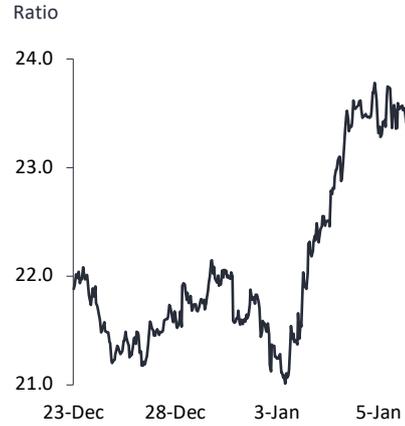
チャート - レイシオとスプレッド

金銀比価



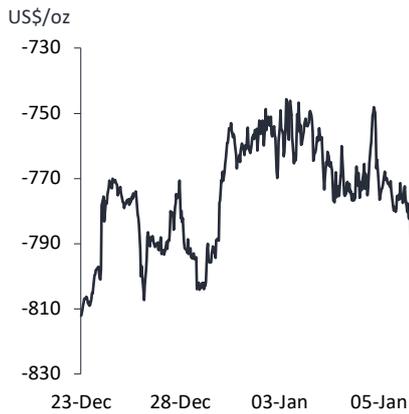
資料 ブルームバーグ

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

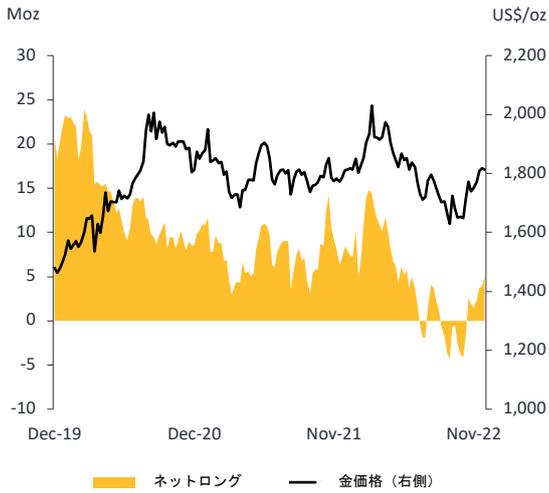
プラチナ・パラジウムディスカウント



資料 ブルームバーグ

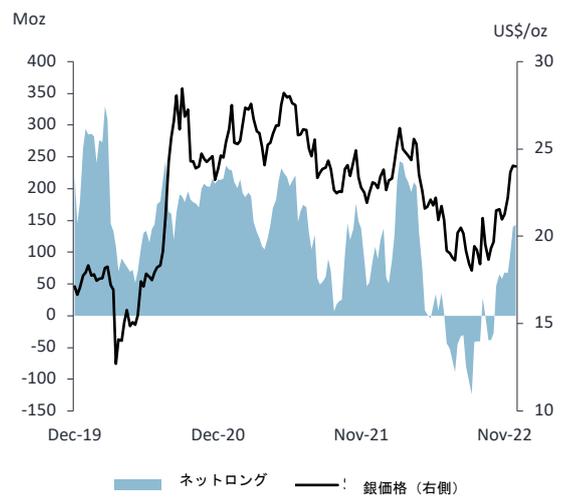
チャート - CME ネットポジション*

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



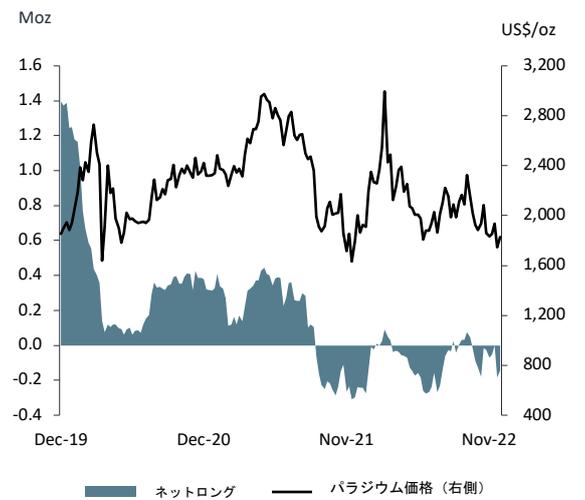
*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

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

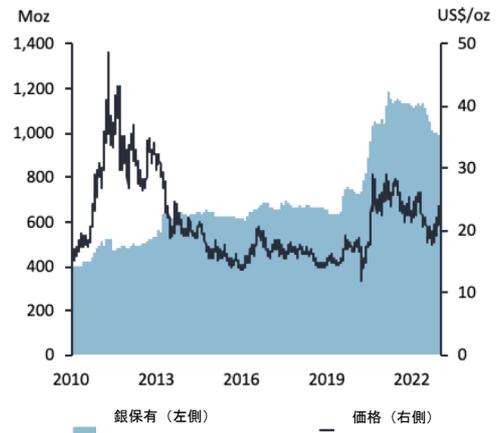
チャート - ETP 保有高

ゴールド



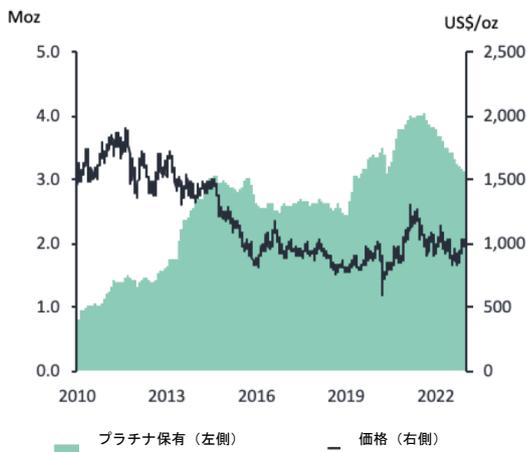
資料：ブルームバーグ

シルバー



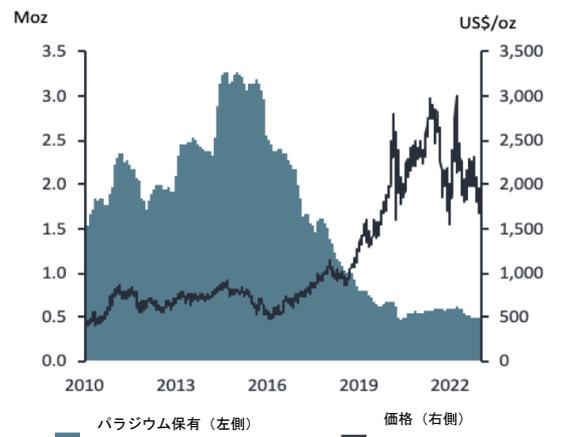
資料：ブルームバーグ

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

Bloomberg launch page: MTFO

Bloomberg chat: IB MFOCUS

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)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製、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。