



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第8号 2023年1月11日

### ゴールド

今週の消費者物価指数発表を待つ投資家で、8ヶ月ぶりの高値 1886.64ドルをつけた後は 1870ドル台で取引

### シルバー

11月のペルーのシルバー生産、前年比でマイナス10.2%で 245.7トン、エネルギー鉱山省発表

### プラチナ

NYMEXのファンドマネジャーロングポジション、グロスで、2021年2月以来の水準 49.8トンに増加

### パラジウム

12月の乗用車販売は前年比で 2.4%増加し 219万台、中国乗用車協会発表

## 産金大手、ESGに焦点も、成長手探り

近年の産金大手の業績は、我々の「Gold Peer Group Analysis」で網羅している産金大手 12社を合計したゴールドの生産量は 2013年以來 1割減るなど、あまり芳しくない。一方で、環境・社会・企業統治に配慮している企業を重視した投資、ESG投資の高まりで、金鉱山における生産活動には温室効果ガス排出などへの対応が重要課題になりつつある。

産金業の成長を計るには利益率、生産高、時価総額など様々な指標があり、「Gold Peer Group Analysis」レポートではその全てについて分析を行っているが、今回ここで紹介するのは、あまり知られていない 1株当たりのゴールド生産量という指標、ゴールド生産高を発行株式数全体で割って算出される指標だ。

「Gold Peer Group Analysis」の産金大手 12社を対象にこの指標を使って分析すると、ここ 10年で各社が直面している問題が見えてくる。生産高が減っている中で、企業買収や資金獲得のために発行した株式はほぼ 2倍に増え、さらに生産コストの上昇と合わせると、近年ゴールド価格が大幅に高騰しているにも関わらず、12社を合計した時価総額は 2010年をピークに減っているのである。

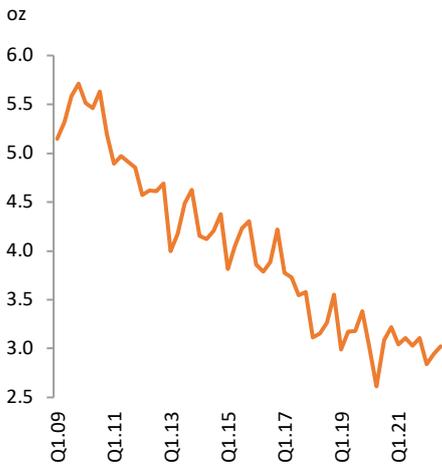
金鉱山の生産コストは 2016年以降上昇傾向にあるが、産金企業は 2020年のコロナ禍を経てゴールド価格が高騰したことで過去最高となる大きな利益を上げた。しかし最近の生産コストの急激な上昇が大きく利潤を食い潰していることが、「Gold Peer Group Analysis」の株主キャッシュコスト計算からも明らかになる。この計算は企業が支払った全ての経費と税金の合計を含み、産金セクター特有のキャッシュマージンを浮かび上がらせる。これを基にすると大手 12社の平均利益は、2021年第3四半期は前期のマイナス 76%で 39ドル/オンスとなり、2019年第2四半期以降で最低となる。

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

 **サンワード貿易株式会社**



## 一株当たりのゴールド生産



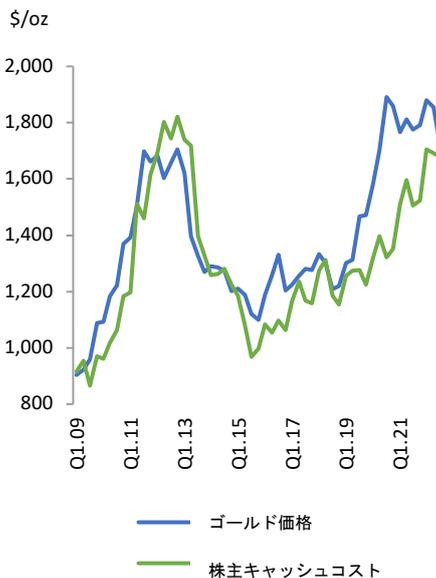
資料: メタルズフォーカス Gold Peer Group Analysis

金鉱山業の生産を持続可能にするためには継続的な投資が必要で、短期的なキャッシュフローのために鉱山開発費用を削れば、将来的に採掘できる埋蔵量に影響しかねない。鉱山開発の中でも、採掘中の鉱山の近くにある休眠鉱山の開発は未開発の新しい鉱山開発に比べてリスクが少なく、地質学的にも未開発鉱山よりも情報量があり、既存の鉱山インフラが利用できることも多い。企業成長のもう一つの方法としては採掘中の鉱山、あるいは開発が進んだ鉱山の買収がある。これは鉱山開発よりもリスクが少ないが、買収する鉱山資産は開発を通じて採掘を始める鉱山よりもプレミアムが高くなるため、経費削減などの相乗効果がない限り、買収を通じた企業成長は正当化することが難しいこともある。買収の効果はすぐに現れなければ成功とは言えないからだ。

こういった財務的なパフォーマンスとともに産金企業にとって近年重要になってきているのが ESG の課題だ。企業の様々な分野にわたる ESG パフォーマンスを分析した結果が、企業価値と投資家の判断材料に影響を及ぼすケースがますます多くなってきている。

鉱山業にとって安全対策は常に最も重要で、産金大手も鉱山事故ゼロを目指している。鉱山運営がどの程度安全に配慮しているかを計るための指標はいくつかあるが、最も広く使われるのは死亡事故件数と、休業災害頻度率 (LTIFR) だ。しかしこれらの数字を各社で比較する時にはそれぞれの環境の差を考慮に入れる必要がある。例えば、Harmony の LTIFR は他社よりも高いが、それは南アフリカの地底深い狭い鉱石層の採掘作業には多くの労働者を要するため、他の主要金鉱山会社に比べて労働条件が悪化しやすいという事実があるからだ。実際、AngloGold Ashanti では、南アフリカの鉱山を処分した2017年以降、LTIFR が下がっている。

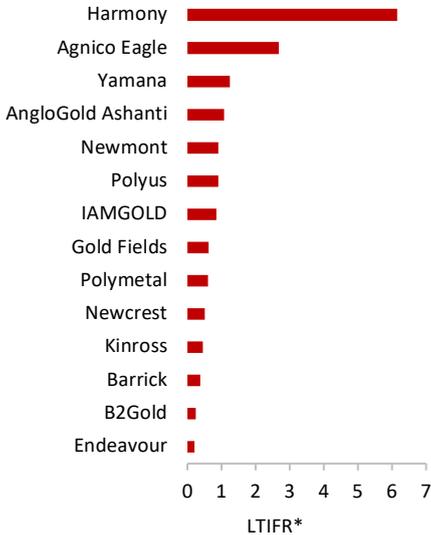
## 株主キャッシュコスト



資料: メタルズフォーカス Gold Peer Group Analysis

金鉱山会社にとって最も分かりやすい ESG の指針は温室効果ガスの排出量で、ほとんどの産金大手は、明確な排出量削減目標とそれを実現するための投資計画を公表している。そのためには各社とも太陽や風力による発電などの再生可能エネルギーに投資し、鉱山採掘と加工工場においてエネルギーを節約するための効率向上を目指している。

## 2021年の休業災害頻度率 指標



\*就業時間 100 万時間当たりの事故による休業

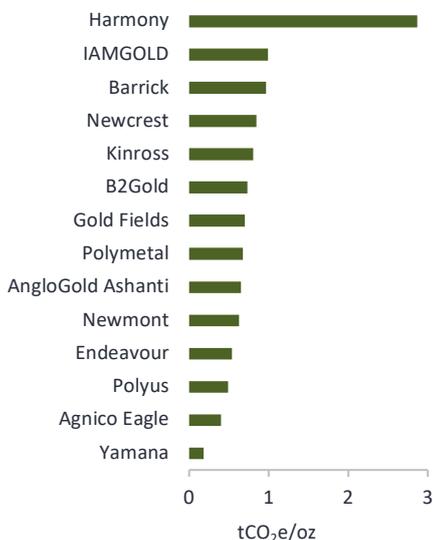
資料 メタルズフォーカス Gold ESG Focus

産金大手各社は定期的にゴールド生産に対する温室効果ガス排出量を公表しており、それぞれ比較することができる。2021年をみるとYamanaの排出量が最も低く、ゴールド1オンスにつき、スコープ1と2を合わせた排出量は0.18トンとなっている。これは同社が、電力のほとんどが水力発電による送電網の近くに位置する高品位鉱山を運営していることが大きな要因だ。Yamanaの温室効果ガス排出量の低さは、Gold Fields、Agnico Eagle、Pan American Silverの3社による買収対象となった際に決め手となり、後者2社がYamanaを買い取った経緯がある。一方で、温室効果ガス排出量が最大なのはHarmonyだが、それは南アフリカの電力が、火力発電を使うEskomによるものだからだ。

ESGには、鉱山業が環境に悪影響を与える程度を押し計る指針とともに、地域に貢献する程度を示すものもある。全てのレベルにおける女性の労働者数、地元民の労働者数、地元の資材調達、そして支払う地方税などが、金鉱山の地域への貢献度を示している。その中でも地元に入る地方税の恩恵が最も大きく、我々の「Gold ESG Focus」でカバーした12社が2021年に支払った税金の合計は90億ドル、地元の資材などの調達に使われた金額は推定160億ドルとなっている。このどちらもが、この年に株主に支払われた分配金、約50億ドルよりも格段に多い。

ほとんどのゴールド生産企業にとって、成長を確保することは長い間課題となってきたが、今や、財務指標とESG指標をうまく組み合わせて既存の株主のみならず新たな投資家にアピールすることが求められている。積極的なESG目標を立ててそれを達成することにより、ESGに焦点を当てた債券を通じて資金調達が低いコストでできるようになるわけだが、健全なESG指標を掲げる産金会社は、ハイリターンが期待できる成長戦略とともに、投資家にとっては非常に魅力があるものとなるだろう。

## 2021年の温室効果ガス、スコープ1と2の排出量

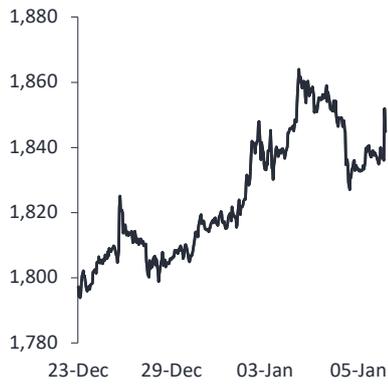


資料 メタルズフォーカス Gold ESG Focus

## チャート - 貴金属価格（米ドル/オンス）

### ゴールド

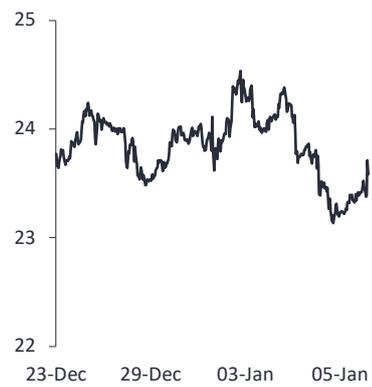
US\$/oz



資料 ブルームバーグ

### シルバー

US\$/oz



資料 ブルームバーグ

### プラチナ

US\$/oz



資料 ブルームバーグ

### パラジウム

US\$/oz



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

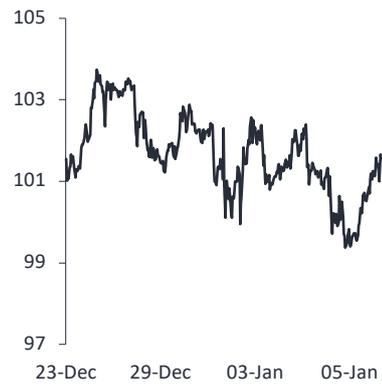
¥/g



資料 ブルームバーグ

## シルバー

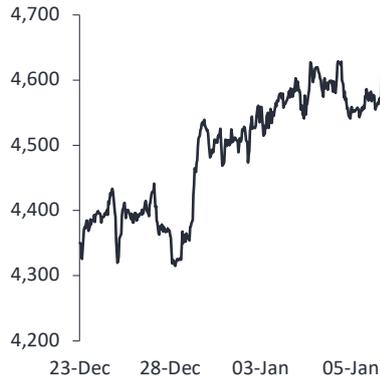
¥/g



資料 ブルームバーグ

## プラチナ

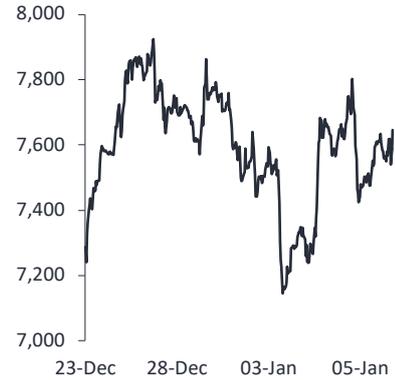
¥/g



資料 ブルームバーグ

## パラジウム

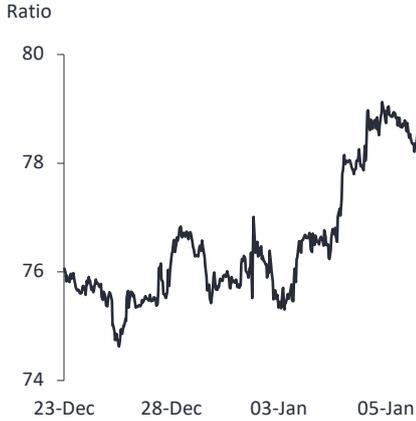
¥/g



資料 ブルームバーグ

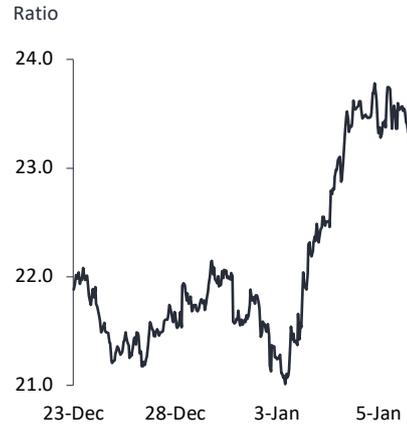
# チャート - レイシオとスプレッド

金銀比価



資料 ブルームバーグ

金原油比価



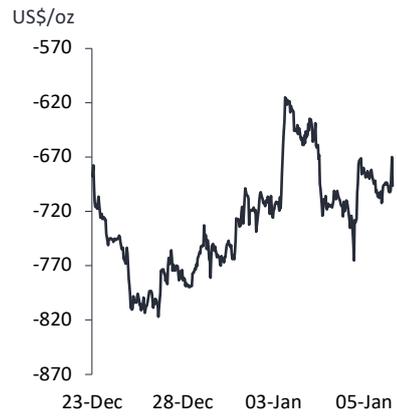
資料 ブルームバーグ

プラチナ・ゴールドディスカウント



資料 ブルームバーグ

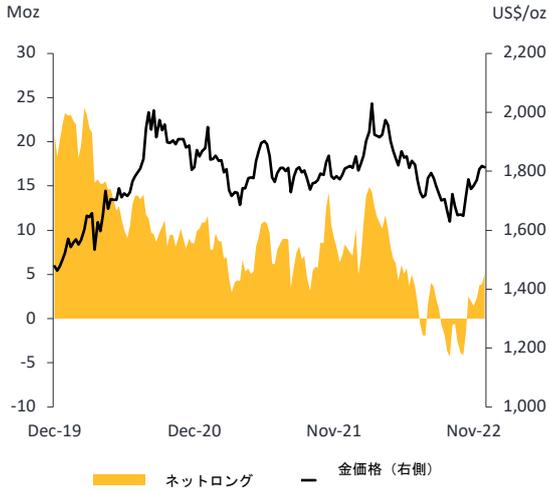
プラチナ・パラジウムディスカウント



資料 ブルームバーグ

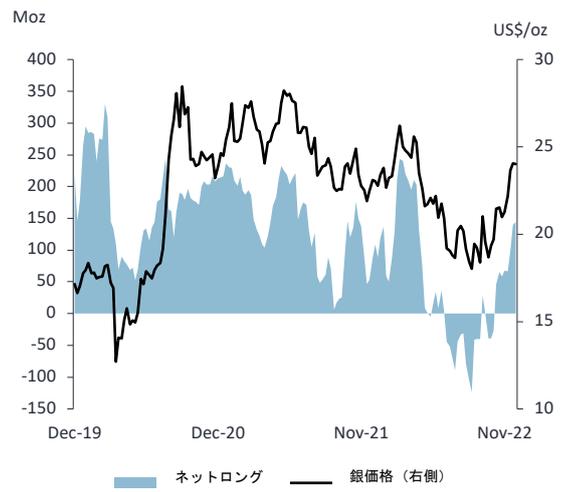
# チャート - CME ネットポジション\*

## ゴールド



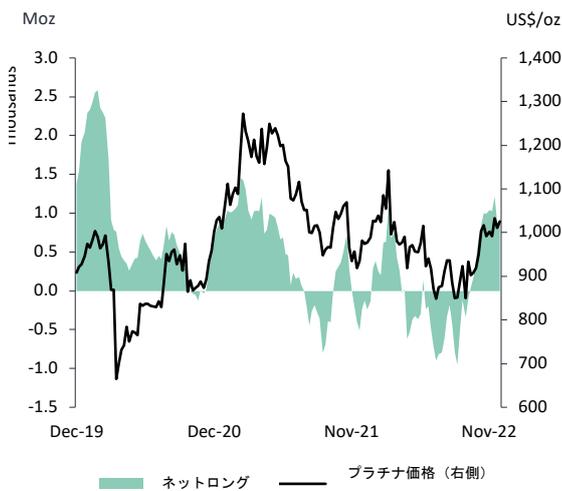
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

## シルバー



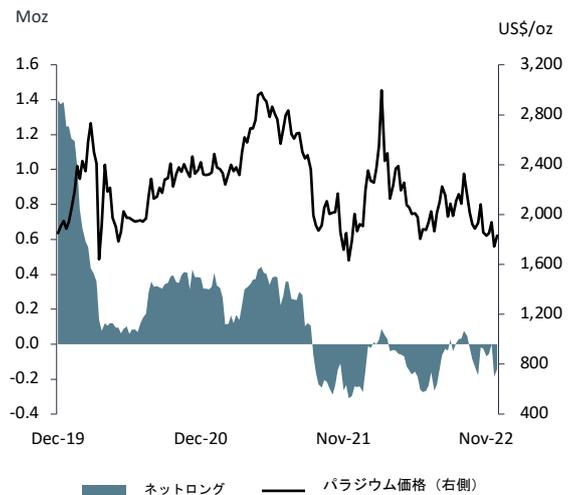
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

## 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

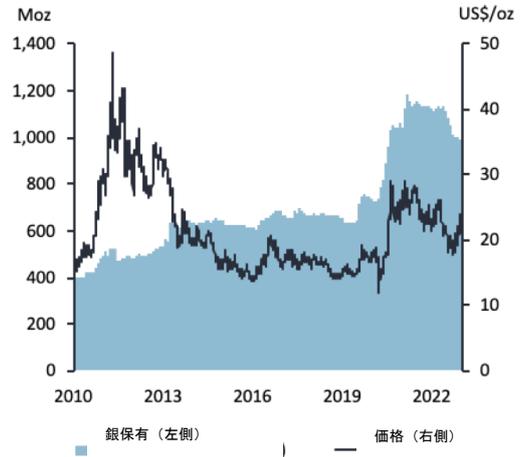
# チャート - ETP 保有高

## ゴールド



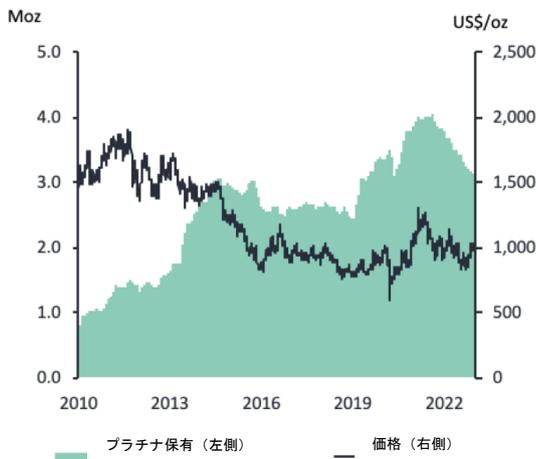
資料：ブルームバーグ

## シルバー



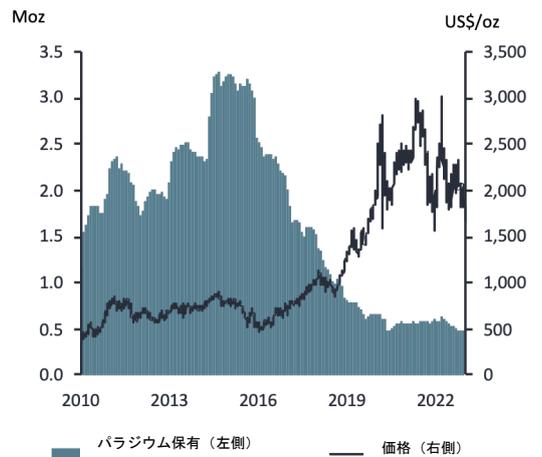
資料：ブルームバーグ

## Platinum



資料：ブルームバーグ

## Palladium



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  
Çağdas D. Küçükemiroğlu, 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)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。