

#### ゴールド

FOMC会議録と 今週後半の米PCEコア価格指数を待つ投資家の様子見て、6週間ぶりの弱値近くで取引

#### シルバー

インドの1月のシルバー輸入は 83% 減って146トン、1月としては過去最低

#### プラチナ

中国 Sinopec は、内モンゴルに年間約3万トンのグリーン水素を生産する8億2800万ドル規模の水素プロジェクトに着手

#### パラジウム

EUの1月の新車登録は前年比で 11.3% 増えて76万台に

## 2023年初めの欧米個人投資家需要、下落が明確

2022年は欧米の現物ゴールド、シルバー投資が非常に活発だった年となった。シルバーは過去最高となる8200トン、ゴールドは2013年来の最高。もちろんこれだけでも十分驚きに値する結果だが、昨年を通じて問題となった商品不足がなければ、投資がさらに増えていたのは間違いない。商品が不足したおかげでホールセール価格、個人投資家向け価格の両方で過去にない高いプレミアムがつき、例えば米国ではシルバー地金型イーグルコインはスポット価格の8割から9割増で売られる状況となっていた。現物投資が増えた要因には、高いインフレ上昇率、政府（の経済的な舵取り）に対する不信感、さらに欧州ではウクライナでの戦争とEUのマイナス金利などが挙げられる。

しかし、我々が今月訪れたベルリンの「ワールド・マネーフェア」では、この現物投資の勢いが今年に入って欧米で明らかに弱まったことが見てとれた。ドイツで投資熱が冷めたのはゴールド価格が比較的落ち着いていることと、EU圏以外のシルバー地金型コインの付加価値税優遇措置が撤廃されたという2点が影響している。ドイツでは2014年以降、EU圏以外のシルバー地金型コインの輸入にかかる付加価値税は7%に抑えられ、国内消費税は購入価格と販売価格の差額のみ19%が課税されていた。一方でこれ以外の全てのシルバー投資商品の付加価値税は一律、価格の19%となっていた。

ドイツ政府は2022年9月30日に突然この優遇措置を取り払い、10月3日からEU圏以外のシルバー地金型コインに価格の19%の付加価値税を課すると発表した。その後政府は2022年末までを猶予期間とする旨に合意し、業者はかろうじて在庫調整をする時間を与えられた。

政府のこの措置に対して多くの反響があったことは「ワールド・マネーフェア」で明らかだった。メディアは付加価値税の増税について幅広く取り上げ、EU圏以外のシルバー地金型コインの人气が下火になって、小売プレミアムは大きく下がる結果となった。これが先月のドイツの個人投資家のシルバー投資需要が減った背景だ。

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



[www.sunward-t.co.jp](http://www.sunward-t.co.jp)

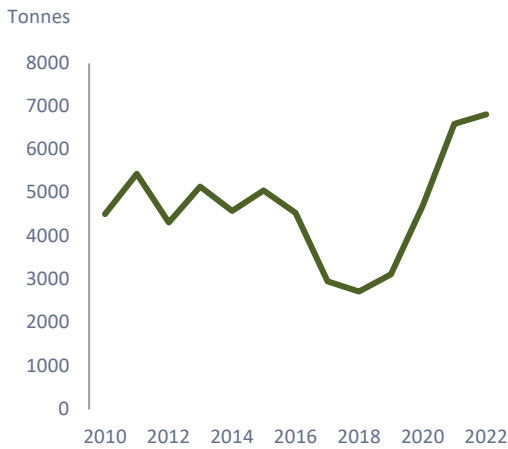


[www.royalmint.com](http://www.royalmint.com)



[www.material.co.jp](http://www.material.co.jp)

## 欧米の現物シルバー投資



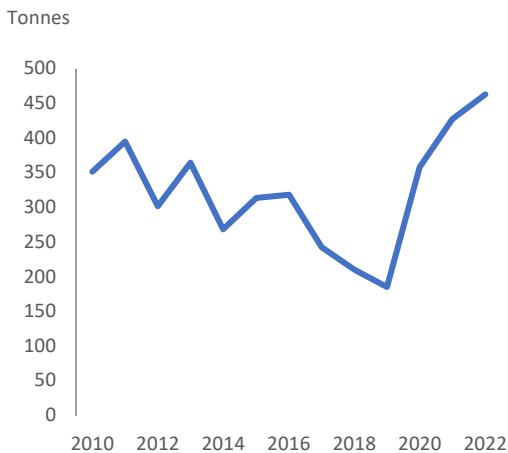
資料 メタルズフォーカス

今後の見通しとしては、ドイツのこの変更に伴ってドイツと欧州のその他の国でシルバーの保税倉庫をこれまで以上に活用する動きとなるだろう。というのも顧客がシルバー現物を引き出さない限り付加価値税がかからないからだ。しかし従来から現物を手元に置くことが多い少額投資家が、どこか別の場所に保管されているインゴットの一部分を保有することで満足するかどうかは今後の議論となるだろう。さらに需要が減ったためにプレミアムも下がり始めたことで、EU圏以外のシルバー地金型コインが増税となった分は少なくとも多少は相殺されるだろう。

ゴールドに関しては、ドイツ及びEU圏でユーロ建ゴールド価格が高止まりのまま推移していることで、買いが減って売り戻しが大幅に増え、コロナ禍以前にも見られなかったレベルとなった例もあった。

米国でも個人投資家の購入は、昨年第4四半期からの減少傾向が1月に入っても続いたが、米国の個人投資家の需要の動きは単純ではない。商品によっては商品不足が解消したことで、それはより複雑になったわけだが、その理由としては3点挙げられる。まず一つ目としてホールセールディーラー（投資家に直接販売する小規模なディーラーに対して商品を販売するディーラー）への注文の減少幅が、小規模ディーラーが個人投資家から受ける注文の減少幅よりも急激に大きくなったこと。これは小規模ディーラーが以前ほどに在庫を抱える必要がなくなり、ホールセールディーラーからの入荷が翌日でも可能であると認識しているからだ。また運転資金調達コストが上がったことも、在庫をなるべく抑えるビジネス手法が有利となる理由になっている。

## 欧米の現物ゴールド投資

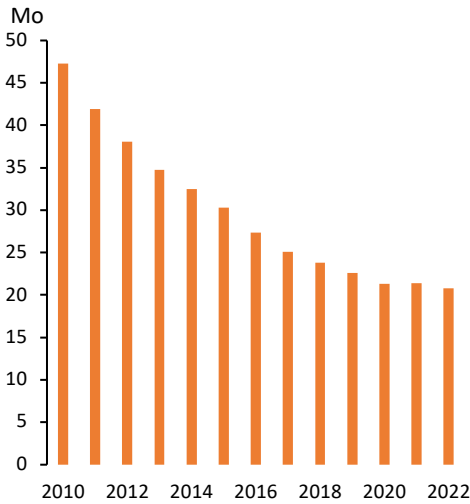


資料 メタルズフォーカス

二つ目として投資家が購入する商品タイプの入れ替わりがある。例えば米国では昨年、地金型コインを買いたい投資家は商品が手に入らないか、高すぎるプレミアムを払う必要があった。そのため地金型コインではなくインゴットあるいは記念コインやアンティークコインを購入する選択をした投資家もいた。またシルバー投資家がメタルの種類を変更して、入手可能でマージンの低い1/10オンスのゴールドコインを購入することもあった。こういった現象は実は軽視できない。なぜなら（今や商品不足が解消したことで）シルバー地金型コイン、あるいはゴールドコインからシルバー地金の購入に投資家が再び流れているのに、現在のコイン販売のデータが販売高全体を反映していないかもしれないからだ。

三つ目として特に最近米国のシルバー商品のプレミアムが下がったのは商品の流通が回復したことを反映しており、必ずしも個人投資家の需要が下がったからではないことだ。これは実際はドイツのシルバー需要が減り、その分米国市場への供給となったことに関連している。

欧米の写真フィルムのシルバー需要



資料 メタルズフォーカス

## 欧米の写真フィルムのシルバー需要、中期的には横ばい

米国での現地調査によると、欧米のフィルムのシルバー需要は中期的には安定する可能性がある。これは我々の現在の予測よりは幾分楽観的で、2010年代は年平均8%減ったのに比べるとまだ良いが、この分野の需要がいかに減少したかを今一度見ておくべきだろう。欧米諸国の需要は1990年代に4700トン以上（シルバーインスティチュート）あったのをピークに、2022年は650トンを僅かに下回ったと我々はみている。

需要が減ってはいるが横ばいと予測される主な背景として工業用X線非破壊検査がある。航空機の翼の整備などに使われるX線探傷に、電子機器を用いる検査よりも写真加工が不可能なハロゲン化銀を用いるX線写真が好まれるのは、後の訴訟問題などで重要となるからだ。この分野の需要は以前から安定していたが、工業生産が増える中、今後の需要の増加が期待できる。

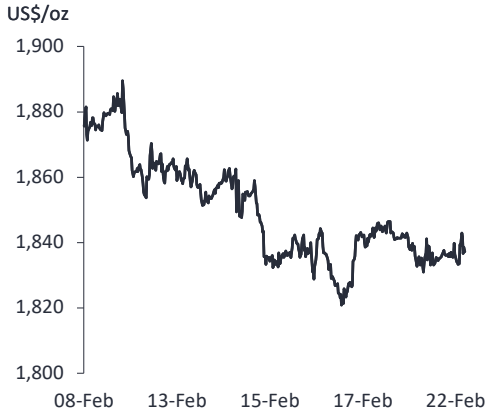
安定需要の二つ目の背景は消費者向けフィルム需要だ。多くの消費者はフィルム写真から遠ざかってしまったが、芸術的、レトロな写真を好む少数派の消費者の需要は消えてはいない。使い捨てカメラ、ポラロイドカメラ、110カメラなど、さらにハロゲン化銀を使うフィルムで芸術的な表現の可能性を探究するプロの写真家の需要もある。ただプリント紙の状況はもう少し複雑だ。高画質な銀塩プリントの需要が安定的に存在する国もあれば、デジタル印刷の便利さと低価格から銀塩プリントが廃れてしまった国もある。映画フィルムでは、芸術的観点からハロゲン化銀フィルムを使う映画監督もおり映画フィルムの需要も安定はしているが、今やほとんど全ての映画は配給の際の利便性やコスト面から電子化されている。以上からこの分野のシルバー需要は多くない。

安定需要の最後の要因として、医療用のX線写真の構造的な需要がある。欧米の医療機関のほとんどはすでにデジタル化が進んでいるため、今後の需要減はそれほど多くはないが、これからの需要としては、発展途上国などで国民所得が増えて医療を受ける機会が増える中、それでもデジタル化のために投資をするほどには所得が増えない国へのフィルム輸出などが考えられる。

この分野のシルバー需要は今現在は安定しているが、将来的にそれが継続するとは考えられない。AI技術の発展によってデジタルX線写真の加工の有無を判定できるようになり、デジタル印刷の技術が進歩する一方でプラスチックを使うフィルムやプリント紙の環境問題、さらに発展途上国の医療用のX線写真の需要も国民所得が増えれば近い将来にはデジタル化に移行するであろうし、特にコロナ禍で遠隔医療の重要性が証明された事実もある。ということで構造的な安定需要の下落が起こるのか、起こるとすればいつなのかを見極めることが重要だろう。

## チャート - 貴金属価格（米ドル/オンス）

### ゴールド



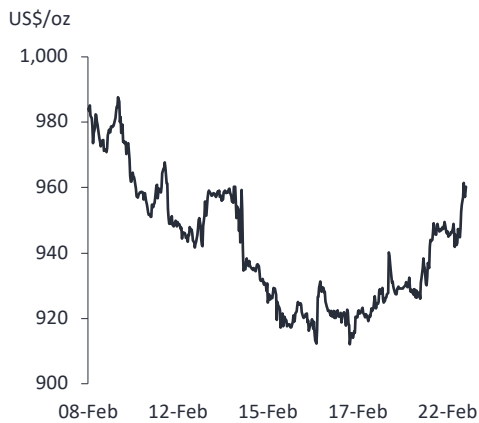
資料 ブルームバーグ

### 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

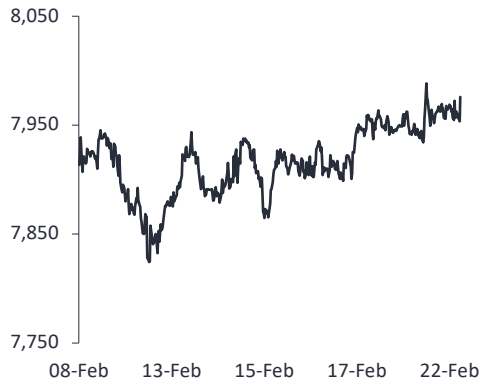


資料 ブルームバーグ

## チャート - 貴金属価格（日本円/グラム）

### ゴールド

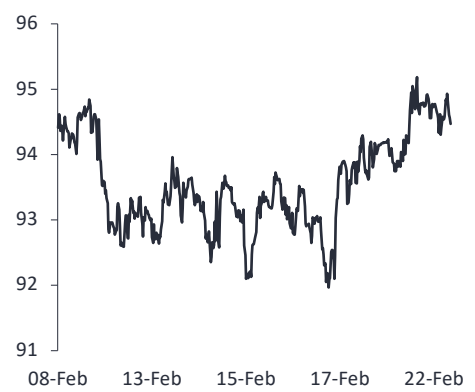
¥/g



資料 ブルームバーグ

### シルバー

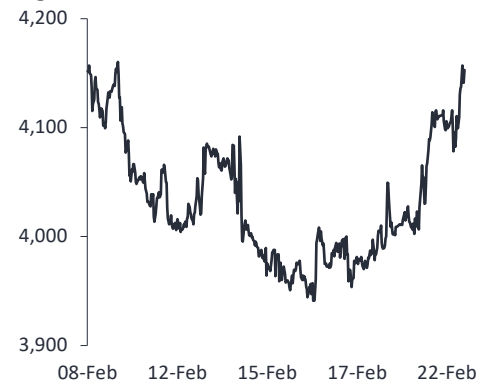
¥/g



資料 ブルームバーグ

### プラチナ

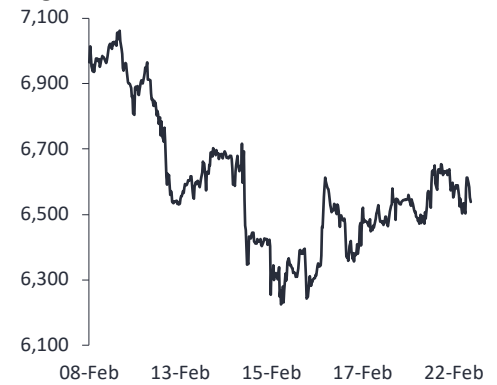
¥/g



資料 ブルームバーグ

### パラジウム

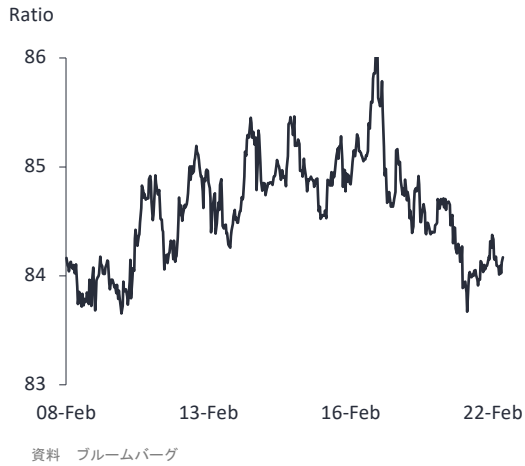
¥/g



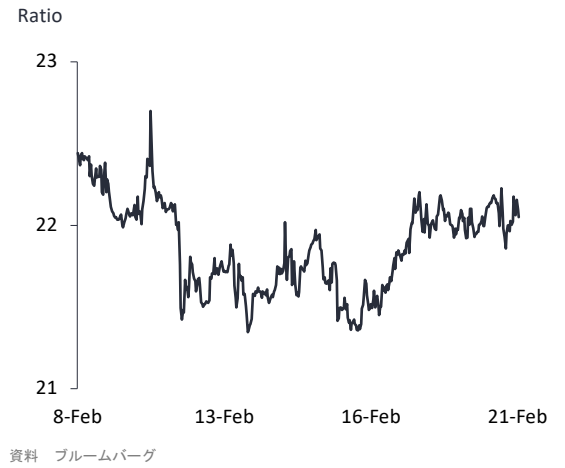
資料 ブルームバーグ

## チャート - レイシオとスプレッド

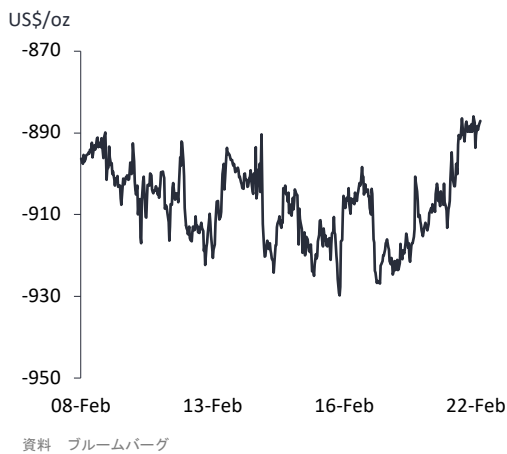
金銀比価



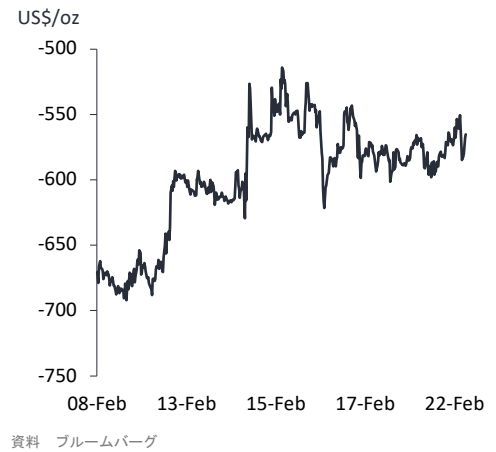
金原油比価



プラチナ・ゴールドディスカウント

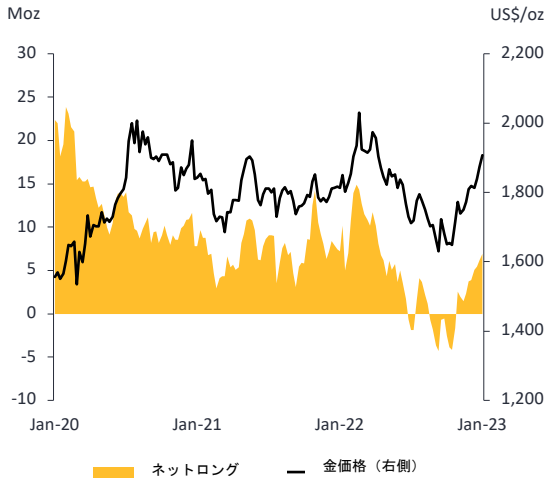


プラチナ・パラジウムディスカウント



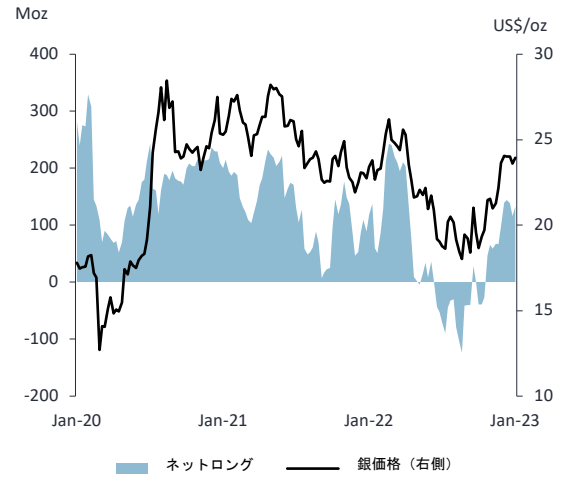
## チャート - CME ネットポジション\*

### ゴールド



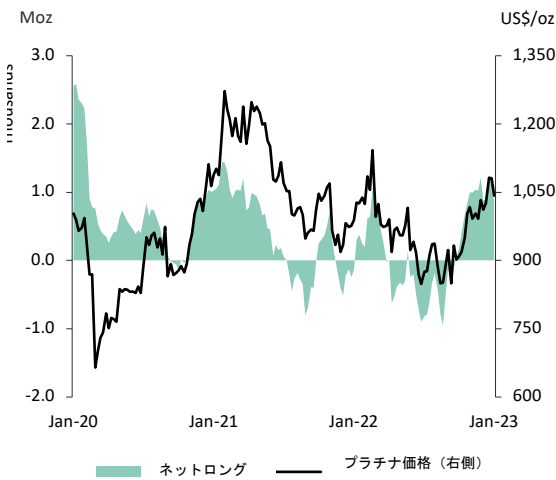
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

### シルバー



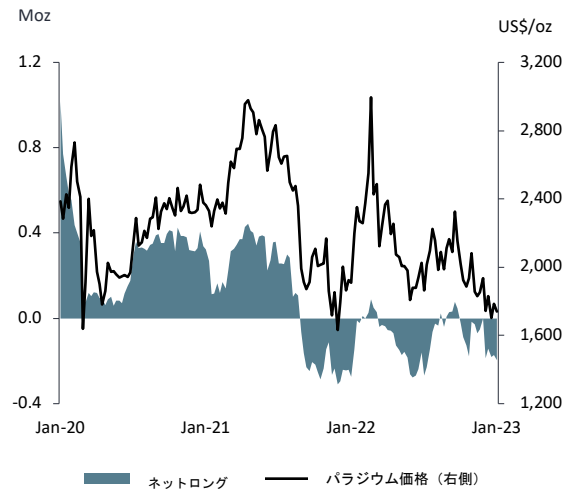
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

### 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

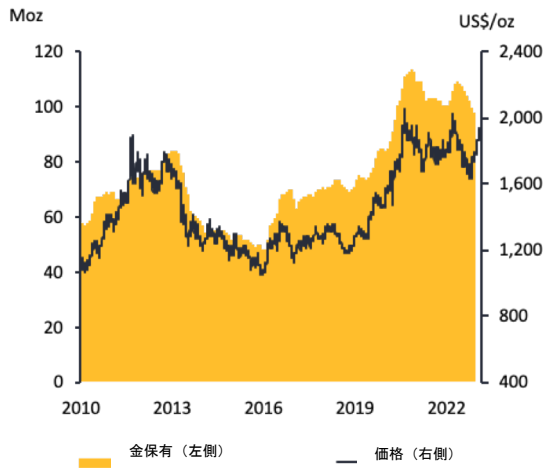


\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ



## チャート - ETP 保有高

### ゴールド



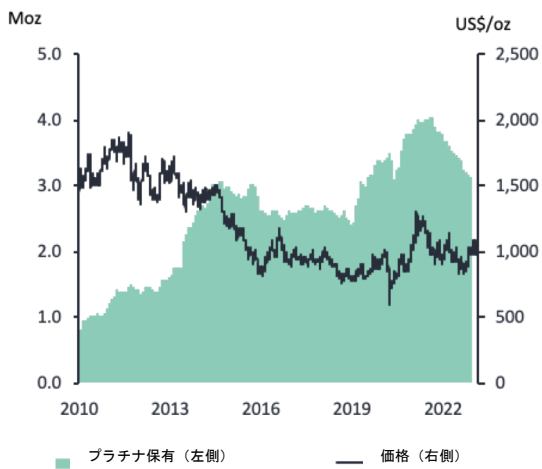
資料：ブルームバーグ

### シルバー



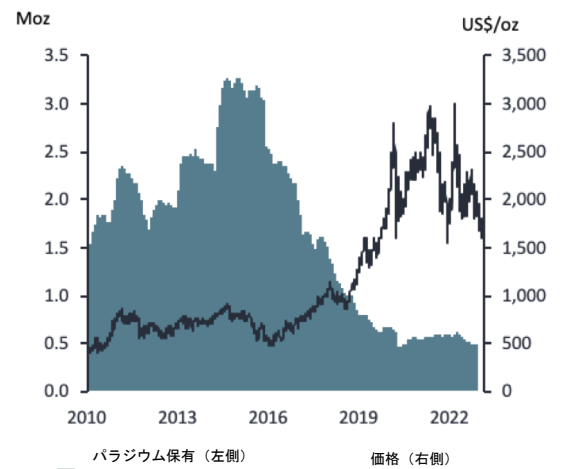
資料：ブルームバーグ

### 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, Senior 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  
Adarsh Diwe, Analyst - Mumbai

## 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。