



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第18号 2023年3月24日

### ゴールド

今週のFRB会議の結果を待つ投資家で、ゴールドは急落

### シルバー

ペルーのエネルギー・鉱山省によると、1月の国内のシルバー生産は20%減って205.3トン

### プラチナ

EUのガソリン車の登録は11.1%増、ハイブリッド車販売は22.3%増えて20万4883台

### パラジウム

GMは、パーツの調達遅れで2週間操業停止していたシラオ（メキシコ）の工場が小型トラック生産を再開

## ロジウム価格、良好なファンダメンタルズでも弱相場

ロジウムは2021年5月に5回目の正直で3万ドルラインを越えるかと思われたが、かなわず、それ以来重圧がかかっている。2022年初のロシアのウクライナ侵攻後、供給リスクが騒がれたプラチナ、パラジウムとともに、ロジウムも一瞬勢いづいたが、その後返り咲かず、1万2000ドルを下値支持線とするも、最終的には1万ドルを切り、本稿執筆時点では8300ドルとなっている。

当初は半導体不足が自動車生産に打撃を与えると明らかになったことが、イカロスが空から落ちるかのごとくロジウムが下落するきっかけとなったと考えられていたが、自動車業界はその時点で既に、コロナ禍、より広範な意味でのサプライチェーン問題で苦境にあり、今年の普通乗用車生産はコロナ禍以前の2019年レベルを3%下回るとされている。ロジウム価格が今後さらに下落する原因は自動車生産の減産にあるとする市場関係者もいるが、実際には自動車生産は回復基調にある。

ガソリン車の普通乗用車生産は2022年の6280万台から、今年は1%増えて6350万台になり、増加傾向は2026年まで続くとされている。グローバルデータ社の傘下にあるLMCオートモーティブは2023年だけでも、第1四半期から第4四半期の間に13%増え、自動車触媒のロジウム需要もそれに伴って増加するとしている。しかし実は自動車生産高だけを見ては全体を語れないのである。中国などでは触媒メタルを節約する動きがあるにもかかわらず、欧州では窒素酸化物の排出がより厳しくなった「Euro 7」が施行され、我々は車両一台に使われる浄化触媒が増えると予測している。したがって、ゆくゆくは電動化によって自動車触媒の需要は減っていくだろうが、短期的にはロジウムの需要は少し増えるだろう。

しかし、自動車触媒のロジウム需要の微増は、鉱山供給とリサイクル供給がともに急速に回復することでかき消され、市場の供給不足が縮小されることになるだろう。とはいえ、2.4トンとされる今年の供給不足はそれだけでも価格を支えるに十分のはずである。

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)

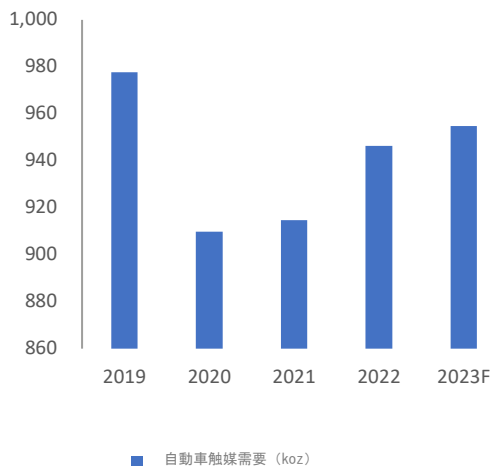


[www.royalmint.com](http://www.royalmint.com)



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

## ロジウムの自動車触媒需要



資料: メタルズフォーカス

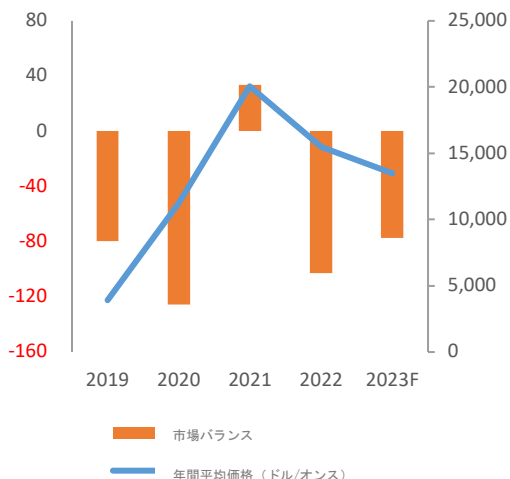
そうすると、ロジウムの価格を押し下げている要因はどこにあるのだろうか。我々は、弱い基調が続く原因は今年のファンダメンタルズにあるのではなく、需要の89%を占めるとされる自動車メーカーが購買を控えているからだと考える。メーカー側は昨年、契約上の最低購入量が消費を上回ったために在庫が十分にある状態で、さらに、2019年、2020年のようにメーカーが需要を満たすために先物を買うようなバックワーデーションというアドバンテージがないのである。

通常は価格が下がり始めると、メーカーのバーゲンハンティング需要が起こって価格が落ち着くのだが、メーカーの介入がないところでは投資家にその役割が課される。しかしロジウムの弱気相場が続くと見られている局面では買いが入らず、それがさらに価格を押し下げることになっている。

前回ロジウムが3万ドル近くまで上昇した時は、将来の供給不足が解消される見通しがなかったため、ロジウムを長く保有するリスクはなかった。しかし自動車の電動化が急速に進んでいる今は事情が違う。数年にわたったロジウムの供給過剰は、長期的に価格を押し下げ、結果的には過去の水準に戻るだろう。こういった憶測でロジウムを保有し続けるリスクが大きくなるとみる投資家に売り急ぎが起こっている。しかし明るい見通しを示唆する動きもある。最近1万ドルを下回ったことはメーカーの注意を引いたようで、いくばくかの先物買いが見られるようになっている。

もしもこの傾向が続けば、ロジウム価格が再び上昇基調に戻る可能性もあり、過去に見られた激しい動きからも、今年の下半期に簡単に2倍になることもありうる。タイトなマーケットと限られた供給がロジウム価格の乱高下の原因の一つとなっていたが、今は、供給不足が数年続き、地上在庫が過去最低レベルにある。さらに我々が今年の供給不足を、2500ドルから6000ドルに高騰した2019年のレベルにあると予測したことも、この状況に拍車をかけている。

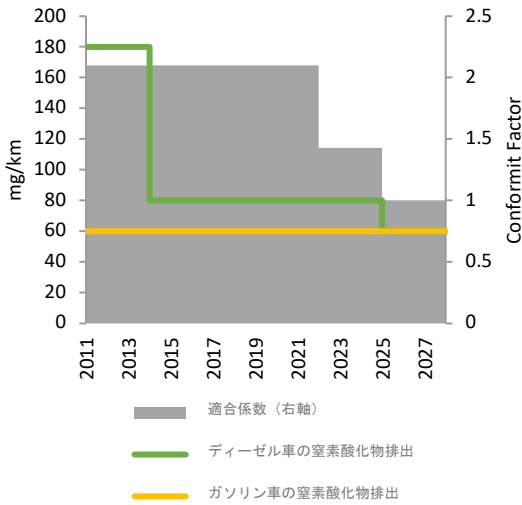
## ロジウムの市場バランスと価格



資料: メタルズフォーカス、ブルームバーグ、ジョンソン・マッセイベース価格

しかし上記はあくまでもファンダメンタルズの観点からマーケットを見た場合で、マーケットの流動性がこれほど少ない状況では、わずかなきっかけで価格が急激に下がる可能性もあり、2.4トンの供給不足であっても、ファンダメンタルズが短期的に市場を支える要因は限られている。

## 欧州の窒素酸化物排出基準と適合係数



資料 メタルズフォーカス

プラチナとパラジウムには先物市場があり、ETP 保有も高く、個人の投資家も存在し、そしてさらにテクニカル、心理的、かつ長年使われた底値サポートがあるが、一方のロジウム市場の投資家は限られている。理論的にはそれだからこそロジウムにとってファンダメンタルズがより重要で、マーケットの均衡がそれによって動くはずである。しかし現実には必ずしもそうではなく、ロジウムはその流動性の低さから、需給の一方が動くと価格が大きく変動する。マーケットの大半のセンチメントが合致、例えばこの先価格が下がるという見方が広まれば、買い手は価格が回復するまで様子見、と同時に売り手は売り急ぎ、それがさらに価格を押し下げる。同じパターンは価格がこの先上がるとするセンチメントの時の売り手に当てはまる。売り手は価格がさらに上がるまで売り惜しみ、買い手はなんとでも買うために買値を釣り上げる。この動きが3万ドル近くにまで上がった時の背景にあったわけで、今度は価格が下がる時にこのパターンが現れても不思議ではないのである。

さらには、ロジウム価格は回復する可能性があるという我々の考えを支える、ロジウム市場に有利になりうるいくつかの要因がある。まずなんといっても、南アフリカの計画停電と治安の悪化が鉱山供給に与えるリスクだ。南アフリカは世界のロジウムの 83% を供給しているため、同国のロジウム供給のリスクはプラチナやパラジウムの供給よりも高く、鉱山生産が少しでも減少すれば価格を底上げする可能性がある。次に触媒装置のリサイクル供給は減るリスクがある。廃車が減っていること、値段が低いために回収業者が触媒装置のリサイクル処理を遅らせていること、サプライチェーンの中断（窃盗団による触媒装置の問題で資材の出所を確認する動きが増えている）などがリサイクル供給を抑え、価格に有利に働くかもしれない。最後に、内燃機関を搭載した車の販売を 2035 年までに禁止する EU の計画がドイツの反対で土壇場で頓挫したが、この法案が遅れるあるいは根本的に変われば、ロジウムの需要予測を動かし価格を押し上げる可能性がある。

総論として、末路近い内燃機関のおかげでロジウム価格には長期的に大きな下げ圧力がかかることは否定できないが、短期的には、供給不足の中、今年後半に上昇するまで、価格の高止まりは維持されると我々はみている。

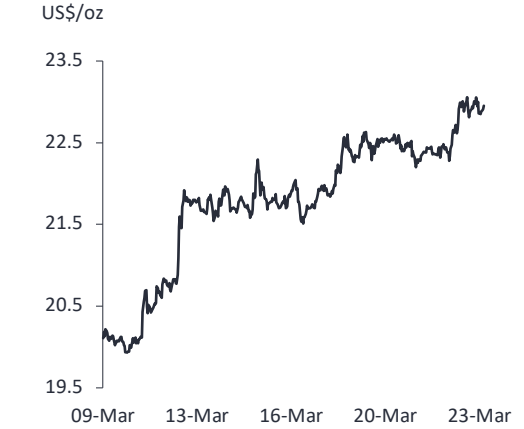
# チャート - 貴金属価格（米ドル/オンス）

## ゴールド



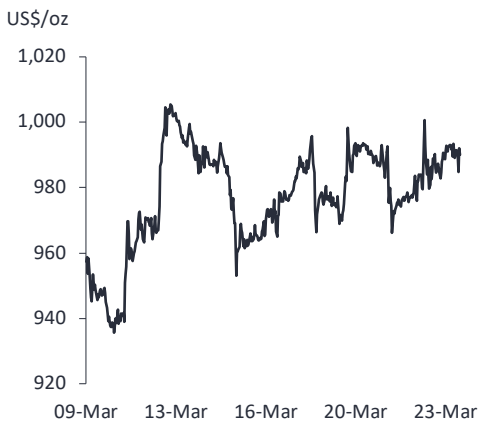
資料 ブルームバーグ

## 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

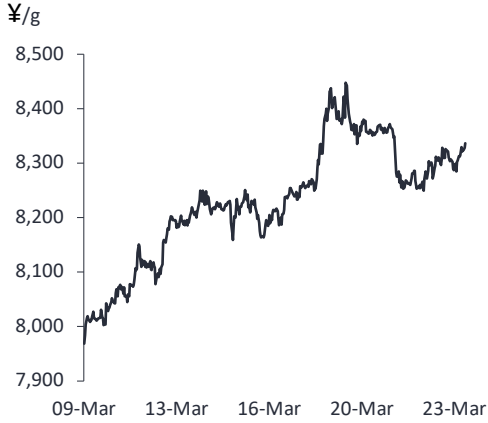
## パラジウム



資料 ブルームバーグ

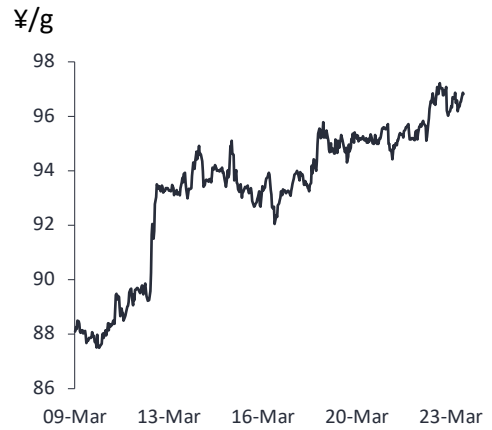
## チャート - 貴金属価格（日本円/グラム）

### ゴールド



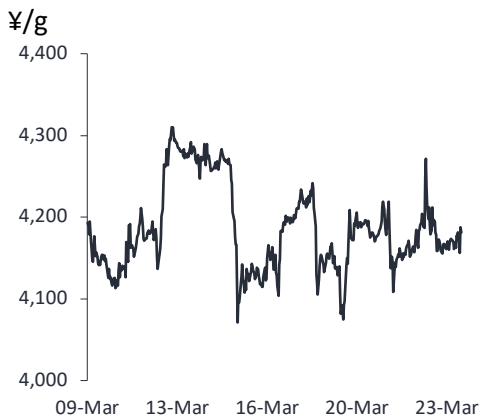
資料 ブルームバーグ

### シルバー



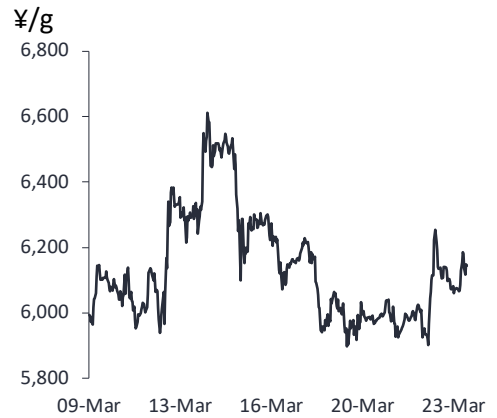
資料 ブルームバーグ

### プラチナ



資料 ブルームバーグ

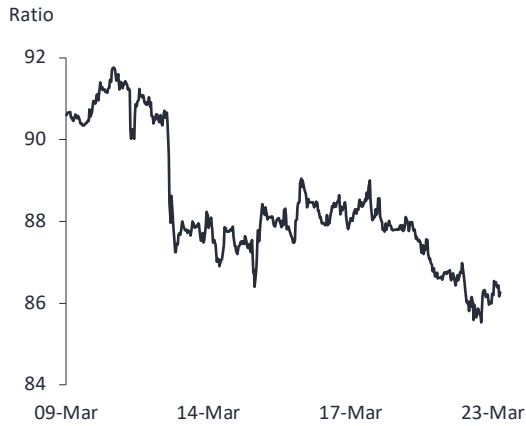
### P パラジウム



資料 ブルームバーグ

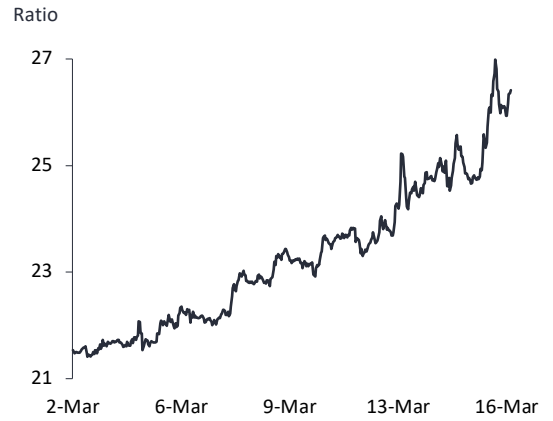
## チャート - レイシオとスプレッド

### 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

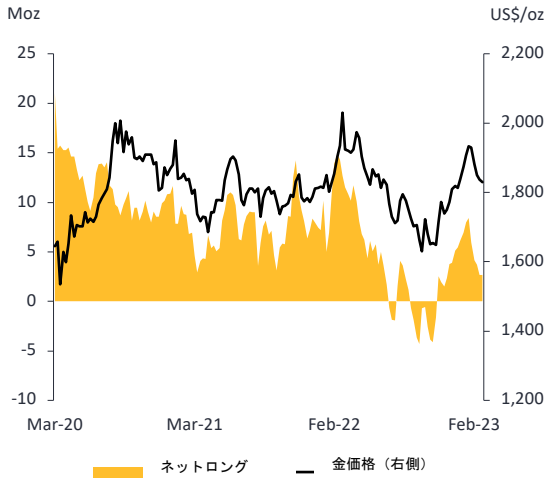
### プラチナ・パラジウムディスカウント



資料 ブルームバーグ

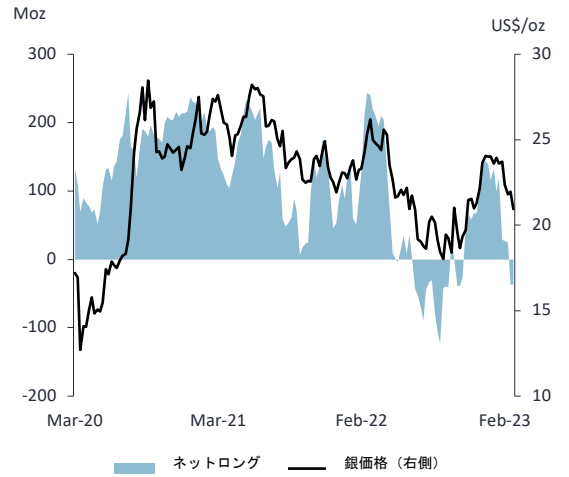
## チャート - CME ネットポジション\*

### ゴールド



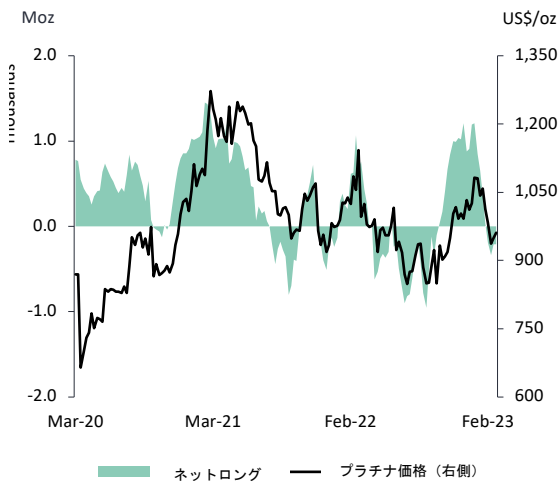
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

### シルバー



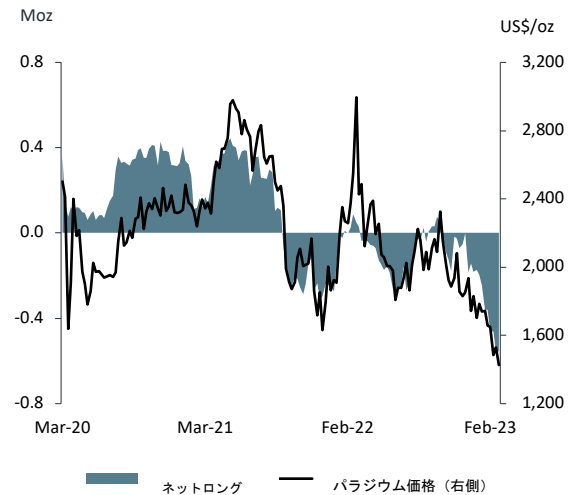
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

### 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

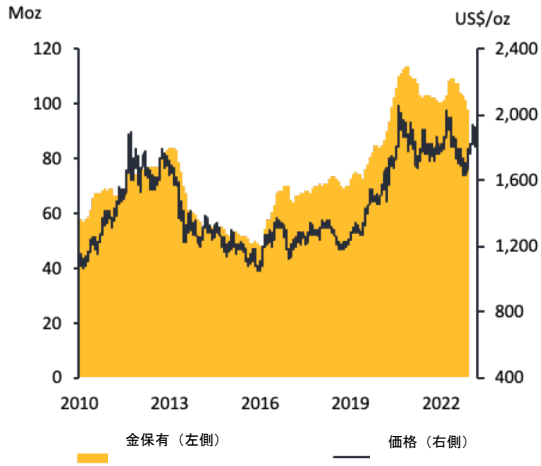


\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ



# チャート - ETP 保有高

## ゴールド



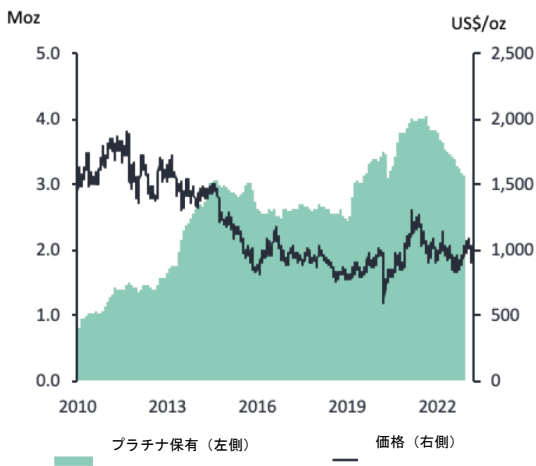
資料：ブルームバーグ

## シルバー



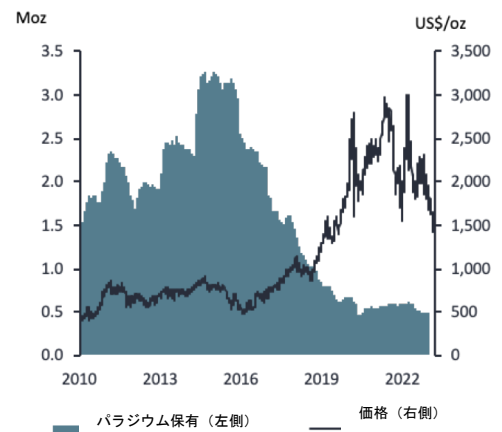
資料：ブルームバーグ

## 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, 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  
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  
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。