



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第47号 2023年10月13日

### ゴールド

CME のファンドマネジャーポジションは2022年11月8日以来初めてのネットショートに

### シルバー

イタリア再エネ大手 Vexuvo は今後3年間で 16億ドルを太陽光パネル施設に投資

### プラチナ

先週は下落したゴールドに追従して、2022年9月以来の最安値 854 ドルに

### パラジウム

4300人が3カ所でストライキを実施後、GM とカナダの労働組合 Unifor が暫定的合意に

## バスケット価格の急落、 南ア PGM 供給にどう影響？

今年に入ってから、南アフリカの6E（プラチナ、パラジウム、ゴールド、ロジウム、ルテニウム、イリジウム）バスケット価格は4割下がっている。ゴールド以外の全てのメタルで下がっているが、特に足を引っ張っているのがロジウムとパラジウムで、この急落によって PGM 生産会社の収益は悪化し、株主配当にも影響が出ている。

生産会社にはコスト削減をしなければ続行が難しい鉱山操業を抱えるところもあり、各社の株価にもそれが如実に反映し始めた。我々が株価を追う PGM 生産会社全体の株価は今年に入って 51% 下がり、時価総額にして 260億ドルが消えた。多くの生産会社は損失を被ってまでは鉱山運営をしないとしているが、実際に採掘現場の閉鎖には踏み切っていない。したがって、生産会社は半加工在庫を放出して生産量を嵩上げすることで、ユニットコストの削減を図るのではないかと思われ、短期的にはこれでバスケット価格の下落による打撃を和らげる対応とするだろう。

前回の価格下落サイクルと比べて、今回は、主要 PGM 生産会社の資金運用はかなり慎重だ。2007年～2008年のサイクルのピーク時には鉱山会社の資本支出は、キャッシュフローの6割にも達し、そのほとんどが新たな鉱山開発を通じた増産に向けられた。対照的に2021年～2022年のサイクル時の資本支出はキャッシュフローの34%に抑えられた。2022年の資本支出は前年比で17%増えているが、このほとんどはインフレ率の上昇と資産保全のための投資、特に加工施設のインフラへの投資で、ほとんどの生産者らは増産のための新規投資は行わなかった。今年のようなバスケット価格の急落は予測していなかったにせよ、ロジウムの高騰で上昇していたバスケット価格はそのうち下がるだろうという判断に基づいた投資決定を行っており、その結果、バスケット価格が下がっても耐えられるよう生産のリスク要因を解消し、そのような資産構成になっていたのだ。

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)



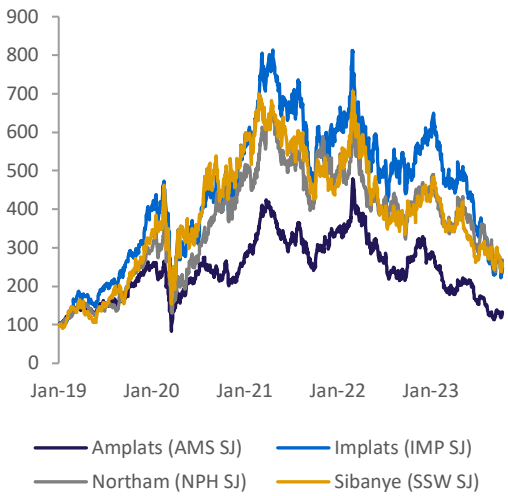
[www.dillongage.com](http://www.dillongage.com)



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

## 南アフリカ PGM 生産会社の株価

2019年1月2日を100として



資料: ブルームバーグ、メタルズフォーカス

今回の価格下落に対する供給サイドの対応は以前までのサイクルの時と異なっている。2008年のピークの後には新たな鉱山が閉鎖されたことによって大幅な供給不足に陥った。これら新しい鉱山はプラチナ価格の上昇が続くという前提のもとに開発され操業されていたため、運営上の困難に直面したのだった。

しかし今回のサイクルは高いプラチナ価格に後押しされたものではなく、ロジウムとパラジウムの高騰によるものであった。過去のサイクルで学んだ教訓が生かされているには違いないが、今回の慎重な投資行動のもとになっているのも、これほどのロジウム価格の上昇は続かないだろうという懸念に基づいている。鉱山会社の投資判断は、埋蔵されている鉱物の経済的価値と将来の鉱山計画を決定する6E バスケットの長期的な価格見通しに基づくが、南アフリカの6E バスケット価格の長期平均価格は、多少の変動はあるが、現在のスポット価格である1260ドル/オンスよりもかなり高い1700ドルあたりである。

PGM 供給が短期で大きく減少するのを回避できている主な要因は、生産会社の経営陣らが、低コストでも運営が可能な体制を保てばバスケット価格が下落しても耐えられる、そして生産量を最大限に増やすことがコスト削減の根本にあるとしている考え方だ。2016年～2018年のサイクルの時の戦略同様に、資金が豊富な生産者は生産を最大限増やすことで、競争の激しい業界の勝ち組になるだろう。

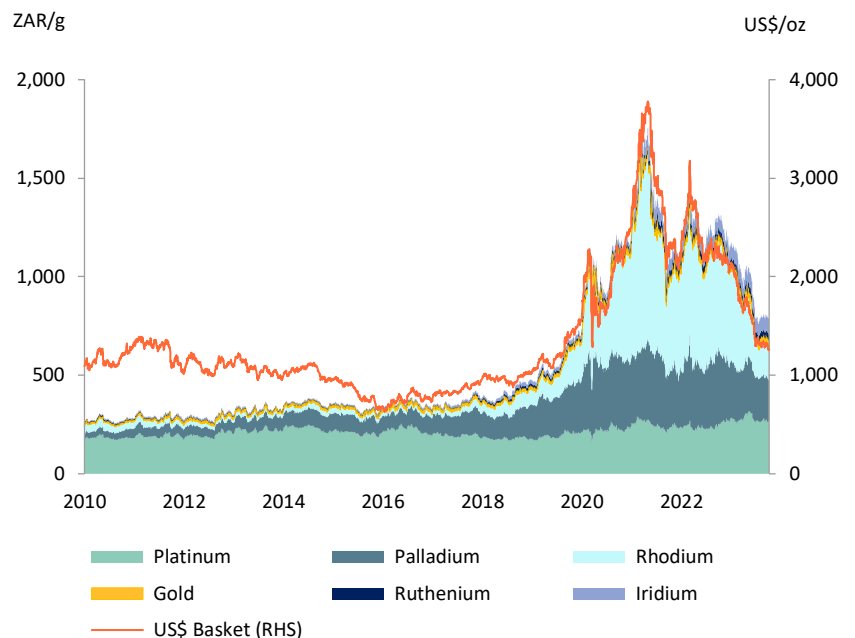
この戦略を特徴づけているのは、現在 PGM 生産会社が抱える大量の半加工在庫の存在だ。長く続いた溶鉱炉のメンテナンス作業とエスコムの計画停電により、2023年上半期の終わりまでに計画外の43.5トンの PGM が半加工在庫としてある。これは ACP 転炉の閉鎖で加工在庫量がピークとなった2020年終わりと同じ水準で、その時は、この在庫のうち23.3トンが翌年に放出されたため、2021年の世界のプラチナ供給が10年ぶりに195.6トンと多くなったのであった。

当時は幸いにも現在と違って需要も非常に多かったが、今回の価格下落は会社の財務状況にプレッシャーとなっており、余分な在庫を放出することで運転資本に余裕を加えることができるだろう。一時的な販売収入の増加によって生産者の利潤は少し確保され、状況の悪化を遅らせることができると思われる。

我々の向こう 10 年間の展望としては、プラチナ価格は安泰だが、パラジウムとロジウムは良好とは言えない。収益幅によっていつのタイミングで鉱山を閉鎖し、供給を調整するかという判断を下すのは非常に難しい。市場の動向を見極めるだけでなく、経営陣がどこまで財務状況の悪化に耐えられるかという問題でもある。昨今は例外的に膨らんだ収益のおかげで本業以外のコストも増えており、我々の予想では、今回の利潤収縮で、生産量の調整が行われる前に、まず大幅なコスト削減努力が行われるだろう。しかし、Northam の CFO である Alet Coetzee 氏が「このような時には目先の小さなもののコストを減らしてもダメで、もっと大胆にコスト削減ができるものを考えなければならない」とも述べている。

コスト削減はそのうち生産量にも影響するだろうが、PGM のそれぞれのメタルの価格が異なっているため調整は一筋縄ではいかない。例えば今年に入ってプラチナ価格は 18% 下がっているが、バスケットの中の比重は上がり、2023 年第 3 四半期のプラチナはバスケット価格全体の 34% を占めるまでになっている。これは 2019 年第 2 四半期末の高い比率で、この変化は様々な鉱石の経済性に影響し、具体的にはプラチナの含有率が高いメレンスキーリーフに有利な状況となっている。

## 南アフリカ 6E バスケット価格

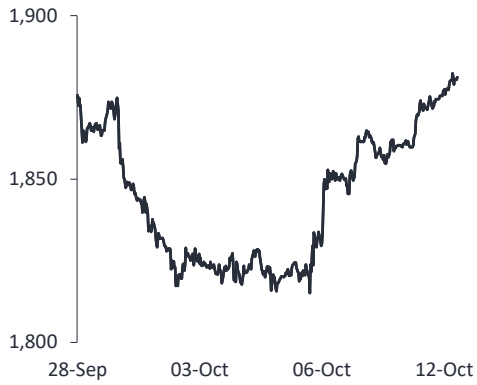


資料: ブルームバーグ、メタルズフォーカス

## 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

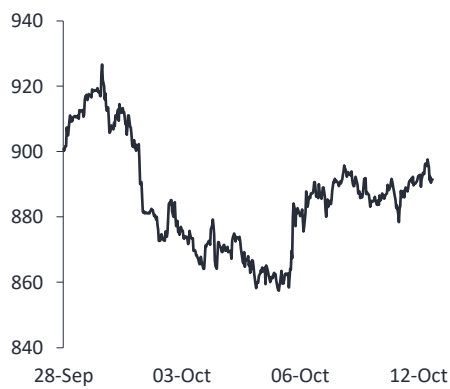
US\$/oz



資料 ブルームバーグ

### プラチナ

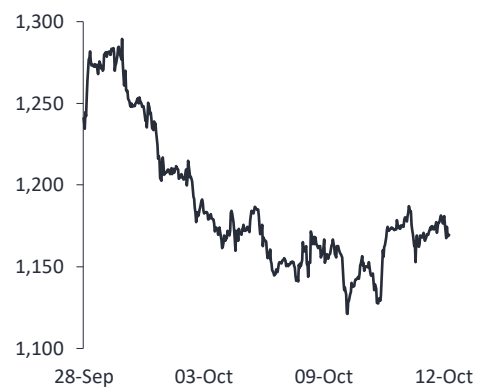
US\$/oz



資料 ブルームバーグ

### パラジウム

US\$/oz

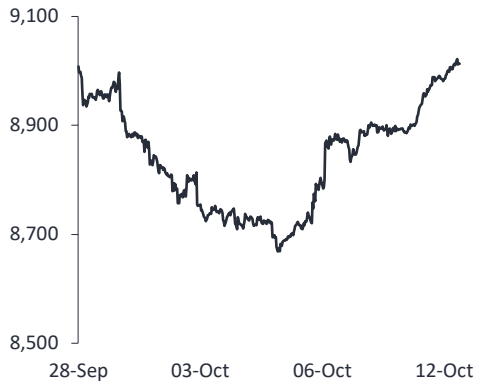


資料 ブルームバーグ

## 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

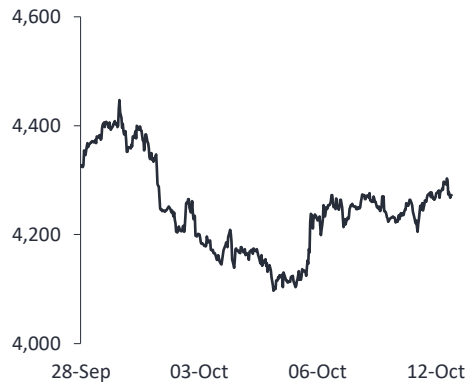
¥/g



資料 ブルームバーグ

### プラチナ

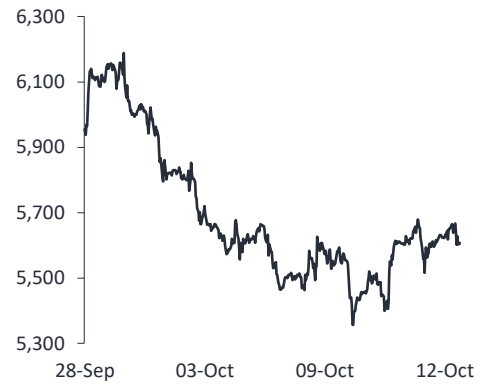
¥/g



資料 ブルームバーグ

### パラジウム

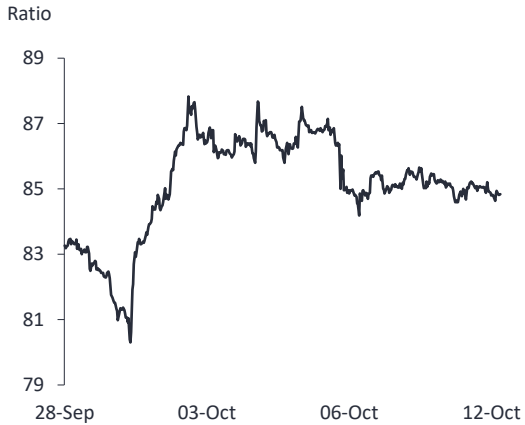
¥/g



資料 ブルームバーグ

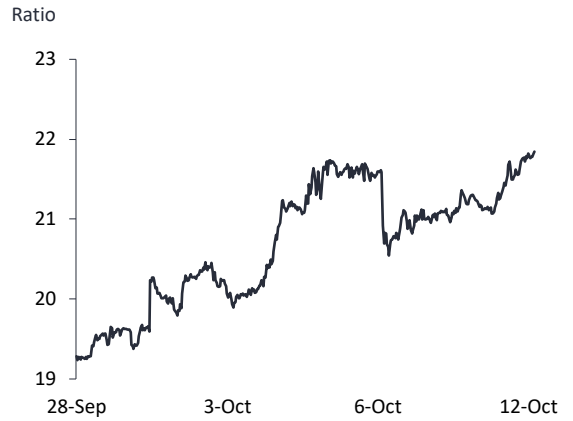
# チャート - レイシオとスプレッド

### 金銀比価



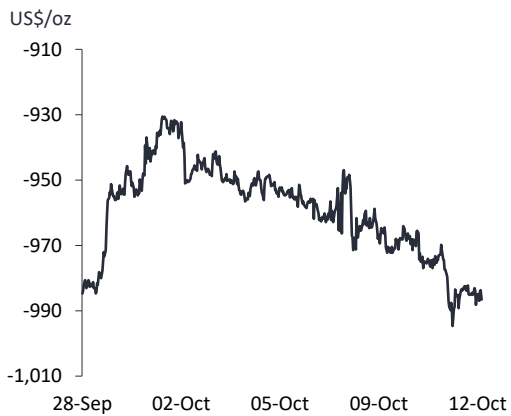
資料 ブルームバーグ

### 金原油比価



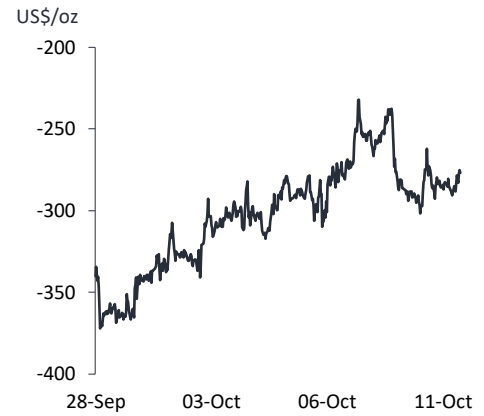
資料 ブルームバーグ

### プラチナ・ゴールドディスカウント



資料 ブルームバーグ

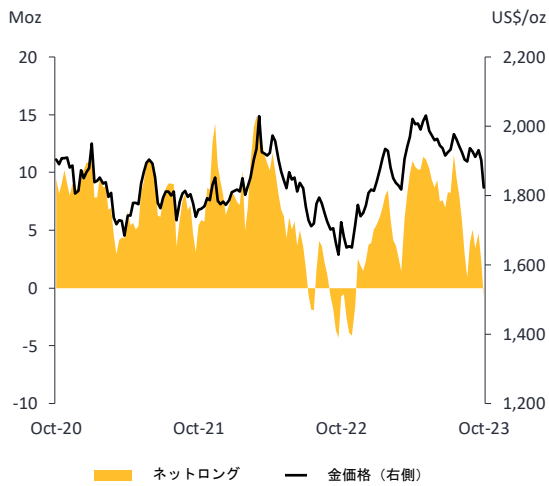
### プラチナ・パラジウムディスカウント



資料 ブルームバーグ

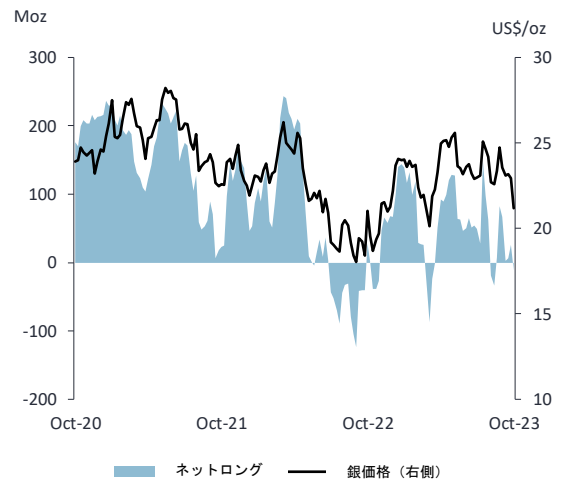
## チャート - CME ネットポジション\*

### ゴールド



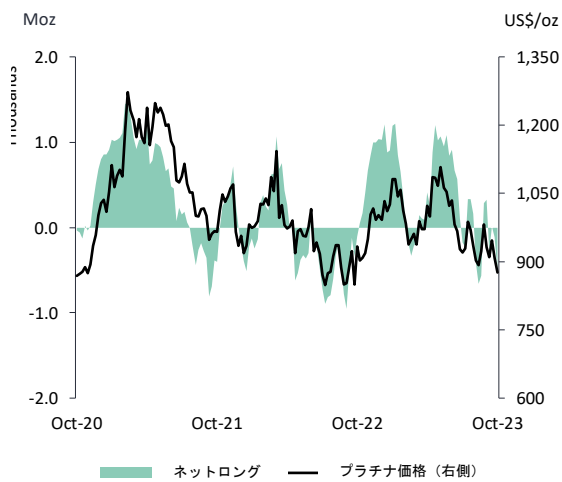
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

### シルバー



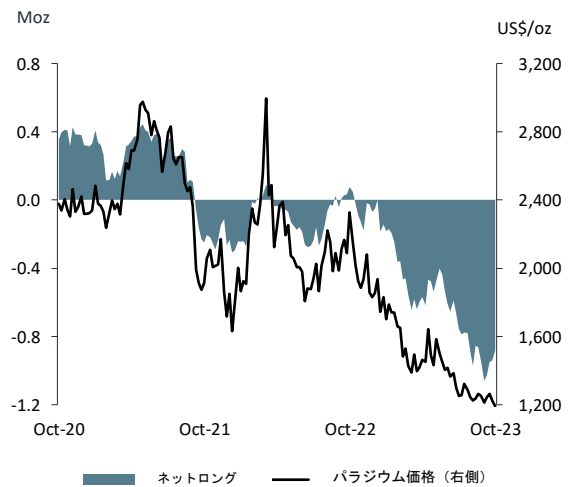
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

### 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

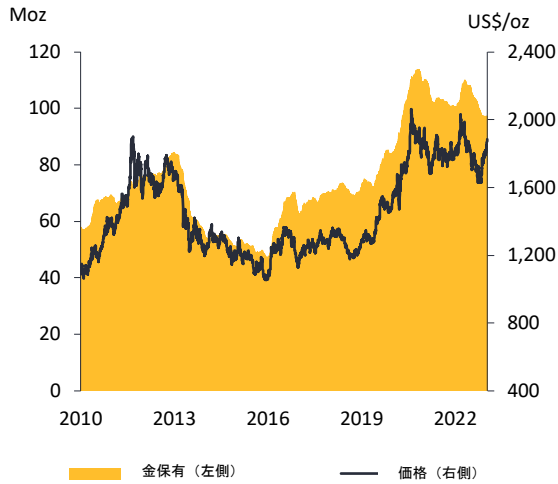


\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ



## 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



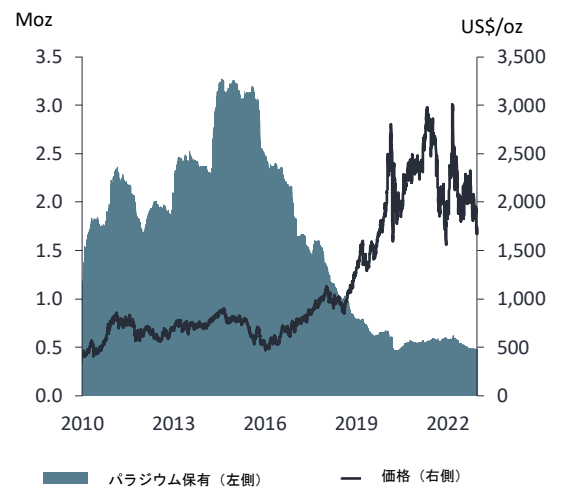
資料：ブルームバーグ

### 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  
Neelan Patel, Regional Sales Director  
Mirian Moreno, Business Manager  
Erin Coyle, Sales & Marketing Administrator  
Ghananshu Karekar, Research Associate  
Adarsh Diwe, Analyst - Mumbai

Nikos Kavalis, Managing Director - Singapore  
Sarah Tomlinson, 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)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。