



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第115号 2025年3月8日

### ゴールド

ETP 保有高の増加続き、  
2023年12月以来の最高に

### シルバー

金銀比較価。2023年9月以降  
で最高の 92 に達し、その後  
少し下がる

### プラチナ

韓国ヒュンデ、2月の販売高  
としては過去最高の32万  
2000台、前年比で 2.1% 増

### パラジウム

チェコのシュコダ、コスト削  
減と EV 拡大のために 15%  
の人員整理を計画

## ニッケル価格弱気展望の中 北米の PGM 供給の見通しは？

パラジウム価格は現在、2022年初めのピークから7割ほど下がっているが、昨年世界のパラジウムの鉱山生産は2022年とほぼ変わらず、鉱山生産の多くは価格の影響を受けていないことがわかる。

パラジウムの主要生産国であるロシアとカナダの生産が過去2年間安定しているのは、鉱山会社は収益の多くをニッケルに依存しているからだ。ニッケル価格に下落圧力がかかっている現在、副産物であるパラジウムの生産は維持されるのだろうか。

ニッケル市場はインドネシアの大幅に生産を伸ばし、2024年も3年連続で供給過剰となるなど、需要を上回る供給が続いており、今後もこの需給バランスは変わらないとされる。供給過剰のきっかけとなったのは、中国の青山控股集团(Tsingshan Holding) がインドネシアで2021年にニッケル銑鉄からニッケルマットに転換したことにあり、それによってインドネシア産のニッケルが供給網に溢れるようになった。

ニッケル市場はまた、ロシアによるウクライナ侵攻によっても大きく揺れ動いた。ショートスクイズが起きて1日で価格が70%も高騰し、LMEが取引を中止する事態となった。しかし、結局ロシア産ニッケルの供給は止まらず、市場は自然に供給過剰に戻った。2024年の平均価格は4年ぶりに低い1万6800ドル/トンあたりで、この水準では生産会社のほとんどが赤字となるため、鉱山閉鎖や供給見直しなどの動きが起きた。そのため、半分近くがニッケルの多い鉱体からの生産に頼る世界のパラジウム供給が危ぶまれるようになったのだ。



**SWS**

サンワード証券株式会社



The  
Royal  
Mint®

**DG** DILLON  
GAGE EST. 1976  
METALS DIVISION

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)



A PALLION COMPANY

[www.abcbullion.com.au](http://www.abcbullion.com.au)

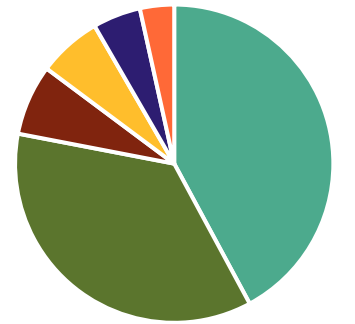


[www.material.co.jp](http://www.material.co.jp)



[www.ashokaglobal.ae](http://www.ashokaglobal.ae)

## 2024年の国別パラジウム鉱山生産



■ Russia                      ■ South Africa  
 ■ Canada                     ■ Zimbabwe  
 ■ United States            ■ Other

出典: メタルズフォーカス、各企業決算報告書

世界のパラジウム供給の約42%を生産するロシアの最大大手はノリリスクニッケルだが、同社の収益はニッケルが中心でパラジウムはマイナーな副産物にすぎない。ニッケルとパラジウム価格の下落でノリリスクニッケルの2024年の収益はピークだった2021年から3割減、EBITDAは半分になった。しかし、それでも2024年のEBITDA 41%というのは業界トップで、PGMでもニッケルでもノリリスクニッケルは生産コストを最も低く抑えることができている企業の一つだ。同社は多金属鉱石を加工するがゆえ、銅価格の上昇が収益を支えているのだ。

ノリリスクニッケルはコスト削減に左右されずにパラジウム生産を維持できているが、長引くロシアとウクライナの戦争の影響を受けていることは否定できない。西側諸国の制裁のため国際金融市場で融資を受けられず、金利の高いロシア国内で借金するしかない。その支払い利息が膨らんで収益が圧迫されている。

一方、カナダではインパラ・カナダを除きパラジウム生産は完全にニッケル生産の副産物。10年前はヴァーレとグレンコアで世界のパラジウム鉱山生産の約8%に当たる15.6トンのパラジウムを生産していたが、2016年以降は鉱石の枯渇とグレードの低下のために構造的な減産が続いている。ニッケル価格の下落で収益はさらに圧迫されているが、パラジウムを含むニッケル生産は両社ともに最も利益が上がっている部門だ。従ってニッケル生産業界の合理化が進む中でも、この領域が閉鎖されるのは最後の手段となろう。

## 2014年から2024年のニッケル価格(月次)



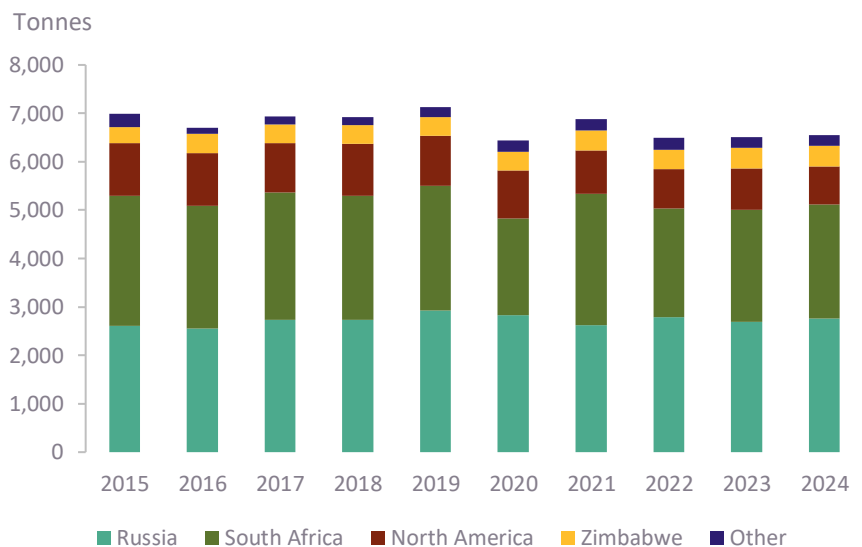
出典: ブルームバーグ

ヴァーレは Sudbury 鉱山では人員整理を、Thompson 鉱山では一部資産を売却する可能性など戦略的な合理化を進めているが、オンタリオでの生産活動は維持することを表明している。グレンコアは鉱山寿命延長を目指してSudbury 統合ニッケル事業所での Onaping Depth Project を進めている。

以上まとめると、我々の見通しとしては、カナダのパラジウム生産は副産物ではあるが、ニッケル価格に下落圧力がかかる中でもコスト削減が目的の鉱山閉鎖の対象になることはないだろう。今年の実績は10年前の約半分の7.8トン程度になる予測だが、もしもニッケル価格が1万6000ドル/トン以下に下がれば、鉱山閉鎖の可能性はあり得る。

ロシアは、主に PGM グレードの低下が原因となって生産が減るだろう。さらにノリリスクニッケルが生産維持および増産のためのプロジェクトに必要な資金を制限なく調達できない今の状況が続けば、収益に影響が出てくることは避けられないだろう。

### 地域別に見たパラジウムの供給



出典: 「Metals Focus 5 Year PGM Forecast」

## チャート - 貴金属価格（米ドル/オンス）

### ゴールド



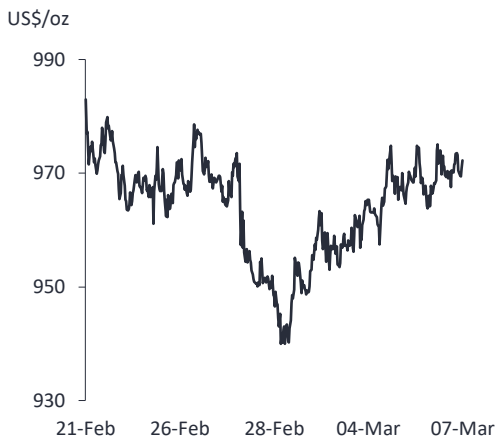
出典 ブルームバーグ

### シルバー



出典 ブルームバーグ

### プラチナ



出典 ブルームバーグ

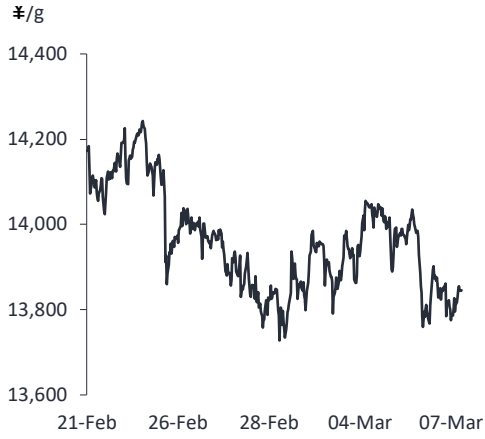
### パラジウム



出典 ブルームバーグ

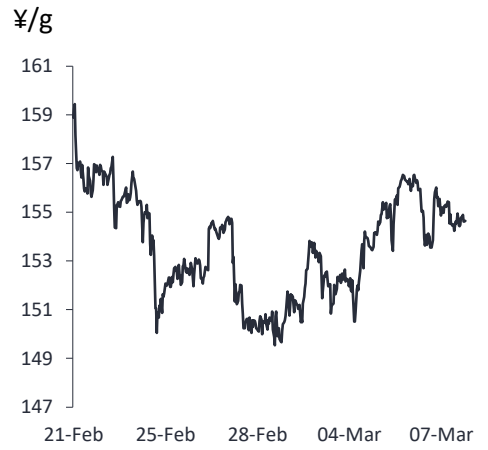
## チャート - 貴金属価格（日本円/グラム）

### ゴールド



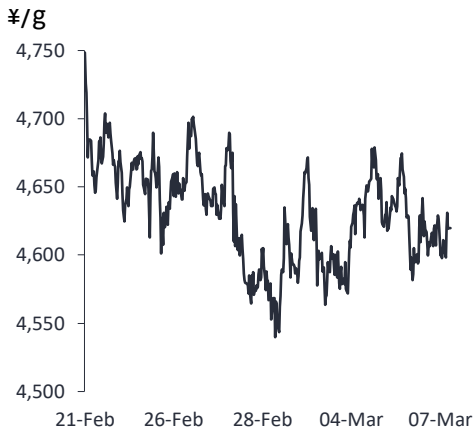
出典 ブルームバーグ

### シルバー



出典 ブルームバーグ

### プラチナ



出典 ブルームバーグ

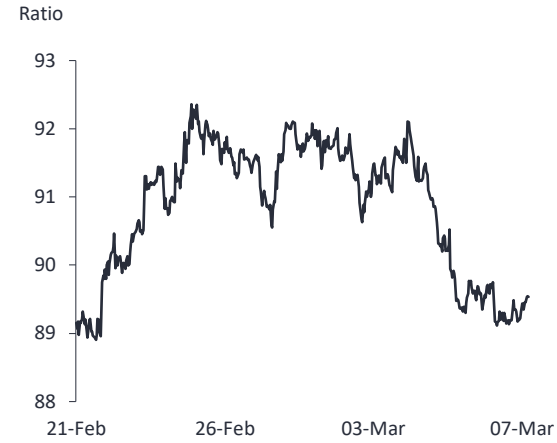
### パラジウム



出典 ブルームバーグ

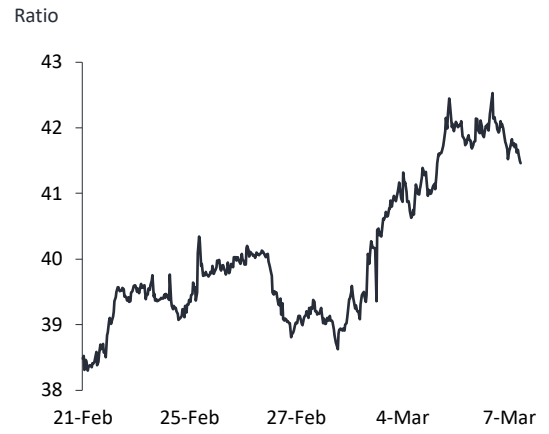
# チャート - レイシオとスプレッド

### 金銀比価



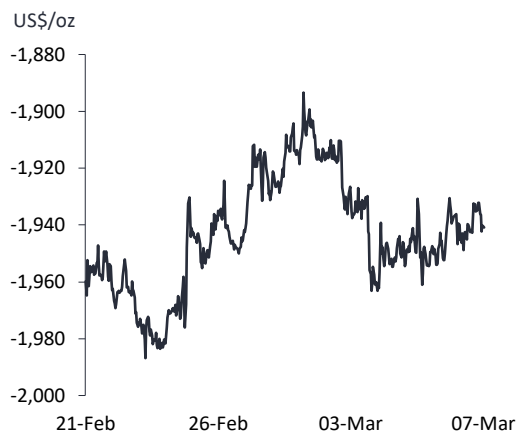
出典 ブルームバーグ

### 金原油比価



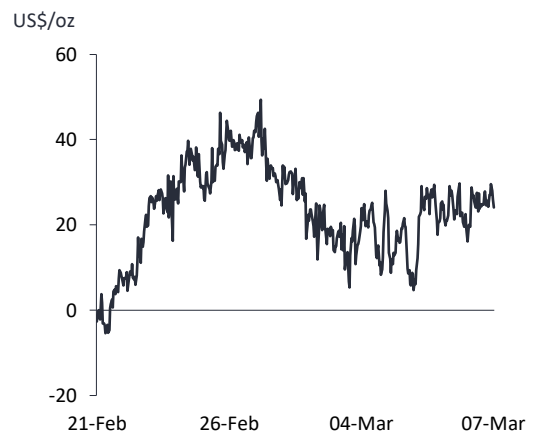
出典 ブルームバーグ

### プラチナ・ゴールドディスカウント



出典 ブルームバーグ

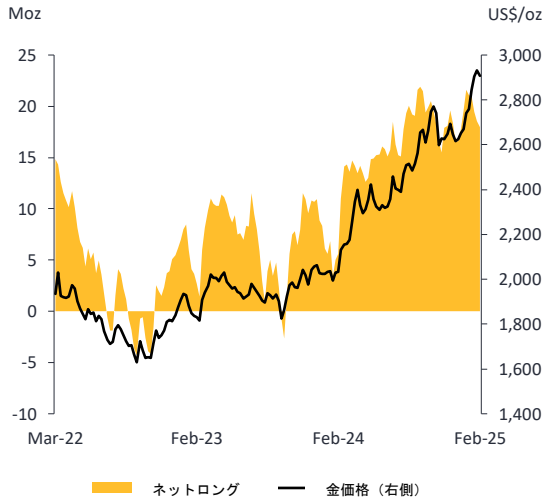
### プラチナ・パラジウムディスカウント



出典 ブルームバーグ

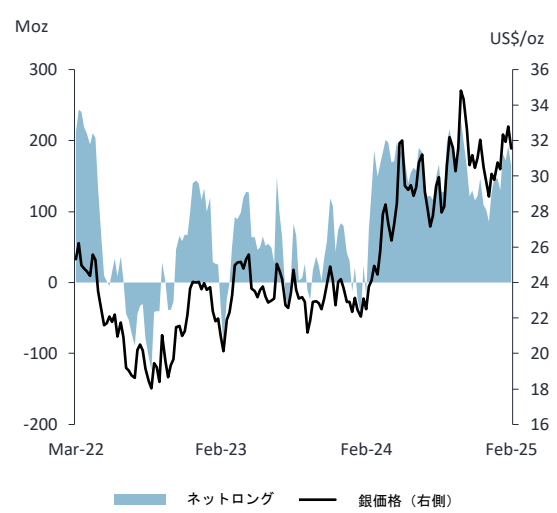
## チャート - CME ネットポジション\*

### ゴールド



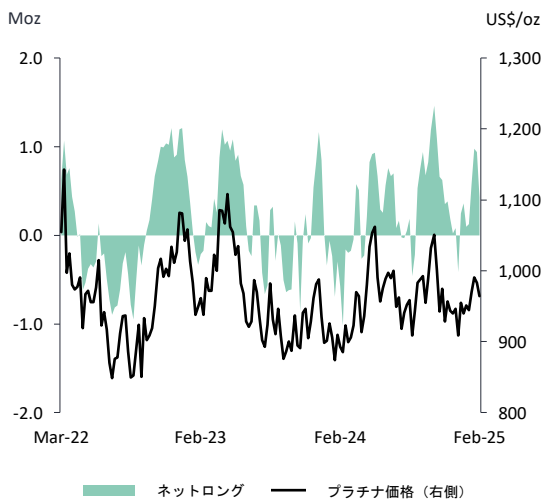
\*ファンドマネジャーポジション、出典：ブルームバーグ

### シルバー



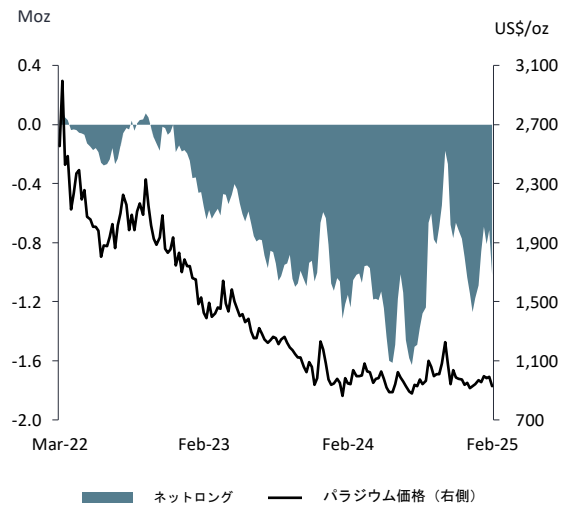
\*ファンドマネジャーポジション、出典：ブルームバーグ

### プラチナ



\*ファンドマネジャーポジション、出典：ブルームバーグ

### パラジウム

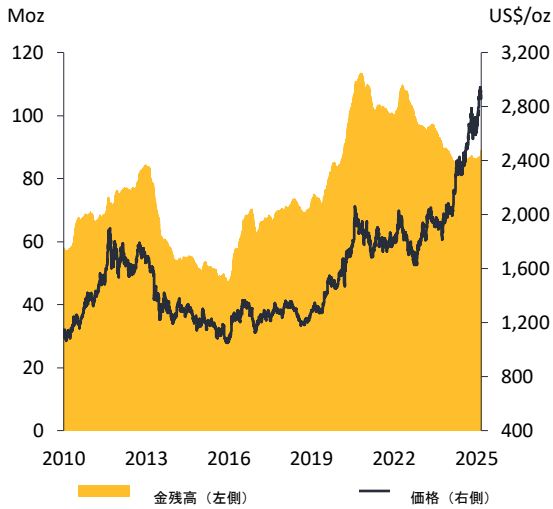


\*ファンドマネジャーポジション、出典：ブルームバーグ



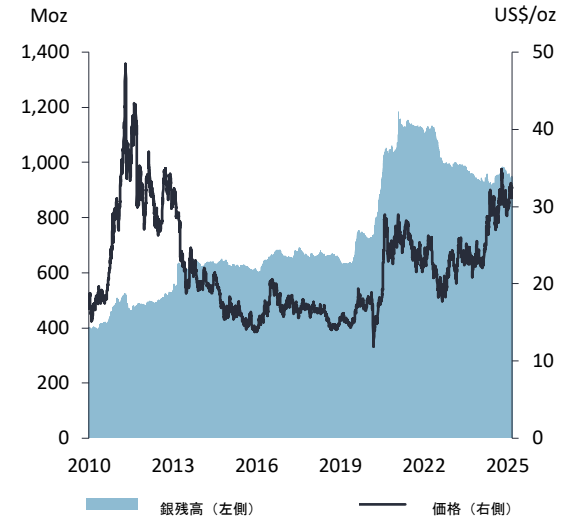
# チャート - ETP 残高

## ゴールド



出典：ブルームバーグ

## シルバー



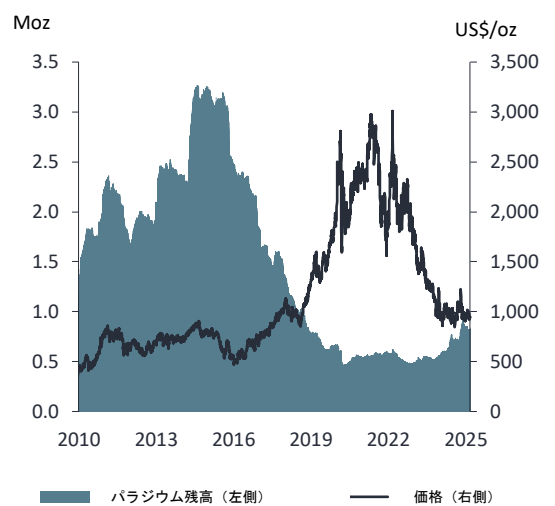
出典：ブルームバーグ

## プラチナ



出典：ブルームバーグ

## パラジウム



出典：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  
 Jacob Smith, Senior PGM Analyst  
 Neelan Patel, Regional Sales Director  
 Mirian Moreno, Business Manager  
 Erin Coyle, Sales & Marketing Executive  
 Ghananshu Karekar, Research Associate - Mumbai  
 Nilesh Pise, Research Associate - 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  
 Çağdas D. Küçükemiroğlu, Consultant - Istanbul  
 Dale Munro, Consultant  
 Harshal Barot, Senior Consultant - Mumbai  
 Adarsh Diwe, Analyst - Mumbai  
 Celine Zarate, Consultant - Manila  
 Jie Gao, Research Analyst – Shanghai  
 Ross Embleton, Mine Supply Analyst  
 Donnadee Francisco, Mine Supply Analyst- Manila  
 Ruby Tagoon, Junior Mine Supply Analyst – Manila

## 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も)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。