



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第68号 2024年3月22日

### ゴールド

根強いインフレデータ公表後のFOMCの決定を待つ市場で2160ドル近辺を維持

### シルバー

インドの2月のシルバー地金輸入は、2023年全体の輸入量の64%となる過去最高の2211トン

### プラチナ

米エネルギー省は7億5000万ドルをクリーン水素プロジェクトに提供、水電解装置メーカーはそのうち4割以上を受け取る

### パラジウム

インドの2月の普通乗用車販売は前年比12%増えて33万台

## シルバーに対する下落圧力、一時的に復活か

シルバーの2024年は比較的平穏に幕を開けたが、3月に入ると投資家の関心が高まって価格が上昇し始めた。3月半ばには3ヶ月ぶりの高値である25.44ドルをつけ、1月終わりの21.93ドルから16%上昇。今は少し落ち着いているが、まだ25ドル近辺で取引されている。

シルバーへの資金流入の多くは、ゴールド価格の大幅な上昇に引っ張られたものだ。金銀比価が2024年に入って急上昇し、ゴールドに対して大きく下がったシルバーはもっと上がるという期待が投資家を惹きつけた。銅価格のリバウンドに始まったベースメタルセクターの回復気運が、他の工業用コモディティーにも波及したようで、テクニカルインジケーターが強気になるにつれて、シルバーの買いが増えていった。

しかし昨今の貴金属価格の上昇率は大きすぎるようにも見える。我々の『5-Year Silver Forecasting Quarterly』でも指摘したように、シルバーは短期的には利食い売りに晒される可能性がある。インフレ率がなかなか下がらず、米経済も堅調な中で、FRBがいつ、どの程度金利を引き下げるのかわからない不透明感は2024年第2四半期に入っても続き、一時的にせよFRBが多少タカ派寄りのスタンスをとるリスクすらある。こういった背景が強いドルと高い金利を支え続けるだろう。経済情勢を動かすような新たなきっかけがない中、利益確定に動く投資家もいるかもしれない。そうなればシルバーもゴールドも影響を受けるだろう。

我々はまた、昨今回復したベースメタル価格の動きは続かないのではないかとみている。銅価格のリバウンドは中国経済の成長に対する確信というよりは供給カットの懸念から来ているようであるし、中国政府がさまざまな対策でもって経済の立て直しを図っても、世界第2位の巨大経済が勢いを取り戻すのはまだ時間がかかるだろう。特にメタル価格に敏感な不動産セクターの不況はまだ改善しないと考えられる。

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

[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)



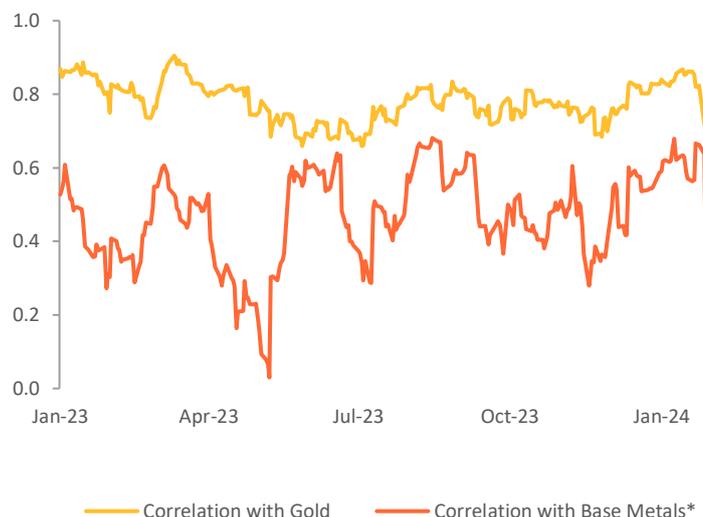
[www.material.co.jp](http://www.material.co.jp)

貴金属、工業用メタルともに投資が魅力を失うにつれて、投機的意図のあるシルバーのロングポジションの大部分は売り戻しとなる可能性もある。一方、直近の価格指標が弱気になれば、タクティカルな投資家は新たにショートポジションを取り、それが価格を押し下げるプレッシャーになるかもしれない。しかし、そのようなプレッシャーも一時的で限定的なものであろうし、21ドル~22ドルの底値レンジは保たれるだろう。

重要なのは、2024年下半期にFRBがようやく金利を引き下げることになれば、貴金属投資は顕著に増えるだろうということだ。またインフレ率がなかなか下がらないまでも物価上昇へのプレッシャーは弱まっていくだろう。2024年後半までには、FRBは翌年に向けて更なる金利引き下げを行う姿勢を示すと思われる。そして金利の低下、特に実質金利の低下は投資家心理に新たなシグナルを送ることになるだろう。

ゴールドは今年後半に過去最高値に達すると期待されており、それに対して出遅れ感のあるシルバーにより大きな上昇を期待した投機筋から買いが入ることも期待できる。実際、シルバーの上昇率が直近では優っているにしても、金銀比価はまだ高く、シルバーは割安感が強い。貴金属価格は2024年第2四半期に下がる憶測があるが、今後数ヶ月でシルバーの割安が是正される金銀比価のリバウンドが起こる可能性もある。貴金属に対するセンチメントがはっきりとポジティブに転じれば、この高い金銀比価でシルバーが安すぎるとみる投資家を惹きつけるかもしれない。

### ゴールドとベースメタルに対するシルバーの相関関数



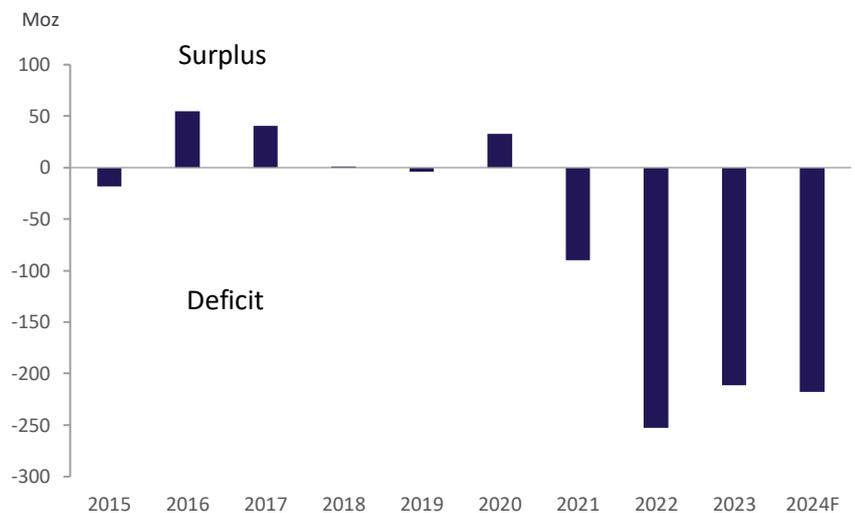
\* ベースは LME インデックス  
出典:ブルームバーグ

シルバーのファンダメンタルズとしては、2024 年は再び2023年同様にかなりの供給不足になるだろう。これは『5-Year Silver Forecast』最新版に基づく予測だが、4月17日には『World Silver Survey 2024』にて予測の更新を発表する予定だ。我々が供給不足を予測する根拠は工業需要の強さにある。シルバーの工業需要は2021年～2023年にかけて毎年過去最高を記録したが、今年も再びシルバーの工業需要は順調に増えるだろう。ここ数年間で需要が大きく成長したのは太陽光発電と自動車セクターで、今年もそれに変化はないだろう。さらに先週の貴金属ウィークリーでも報告したように、シルバーは AI 技術の発展からも恩恵を受けており、メーカーが AI 機能を持つ製品の生産に力を入れるほどシルバー需要が増える。またインドのシルバー宝飾品と銀食器の需要の回復も期待できる。唯一需要減が予測されているのはシルバーの現物投資だ。

また今年の供給不足は、供給が増えない予測にも一因がある。鉱山生産は多少増える予測だが、リサイクル供給量が少なくなり、世界の生産量は 2016年のピークには届かないだろう。

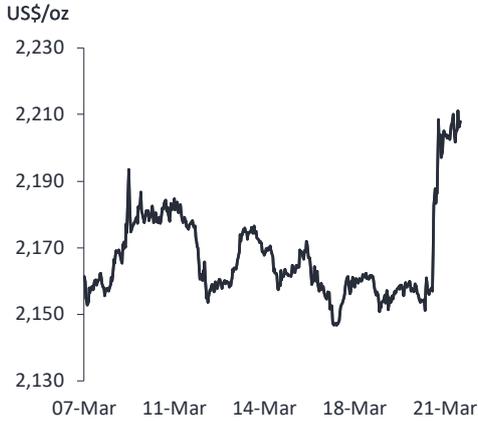
シルバー市場は2021年に構造的な供給不足に転じたが、2020年末に過去最大だったシルバーの在庫は、今年末までに 2万3947トン以上も減ることになる。しかし地上在庫が豊富にあったからこそ近年は現物市場がタイトになる危機感に晒されなかったとも言える。そしてこれこそが、非常にポジティブなシルバーの需給ファンダメンタルズにもかかわらず、それに機関投資家があまり注目しない理由であり、その見方が今年も続く可能性もある。

## シルバー市場のバランス



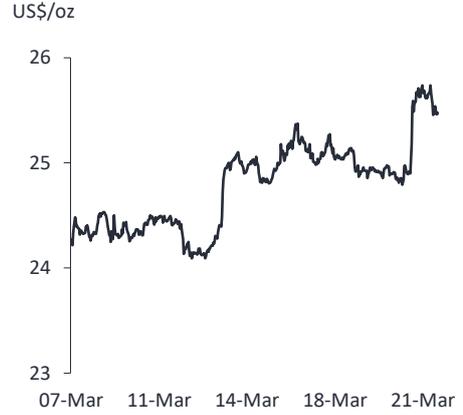
## チャート - 貴金属価格（米ドル/オンス）

### ゴールド



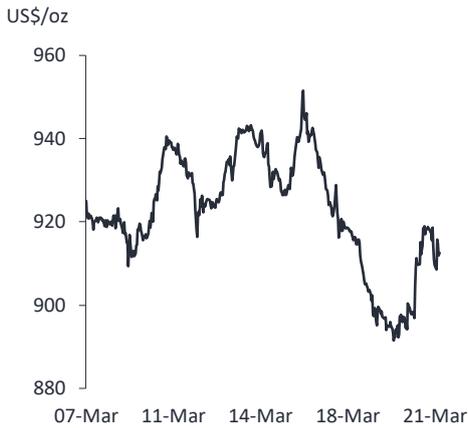
資料 ブルームバーグ

### シルバー



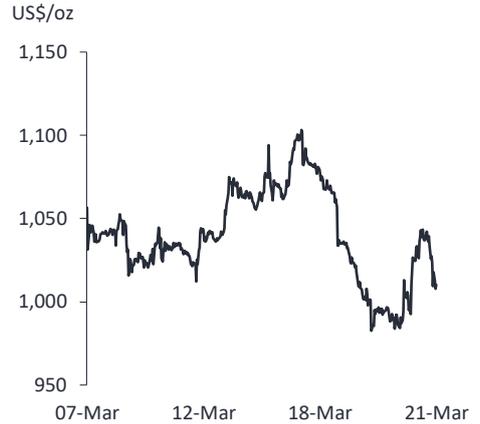
資料 ブルームバーグ

### プラチナ



資料 ブルームバーグ

### パラジウム

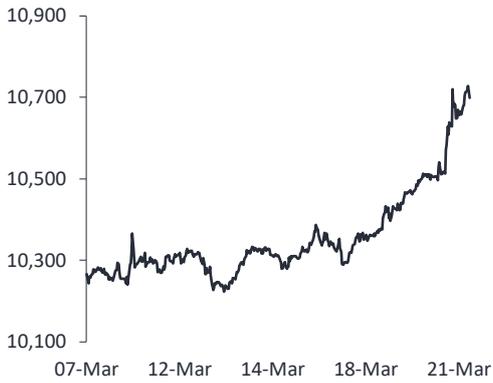


資料 ブルームバーグ

## チャート - 貴金属価格（日本円/グラム）

### ゴールド

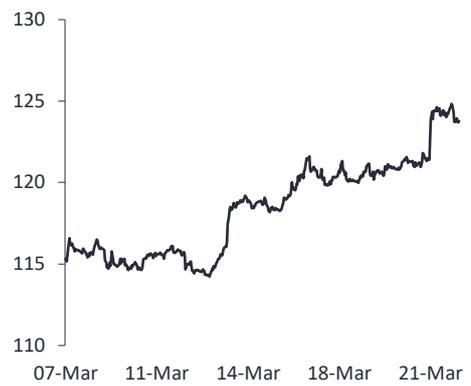
¥/g



資料 ブルームバーグ

### シルバー

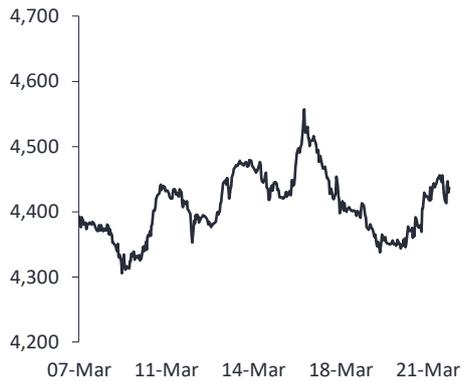
¥/g



資料 ブルームバーグ

### プラチナ

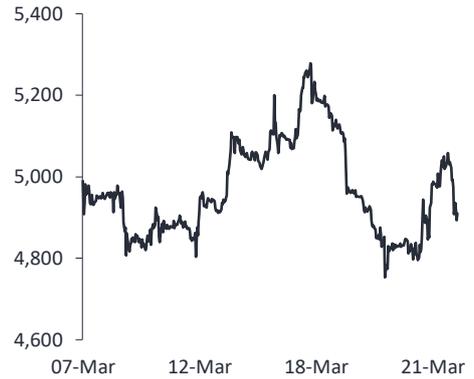
¥/g



資料 ブルームバーグ

### パラジウム

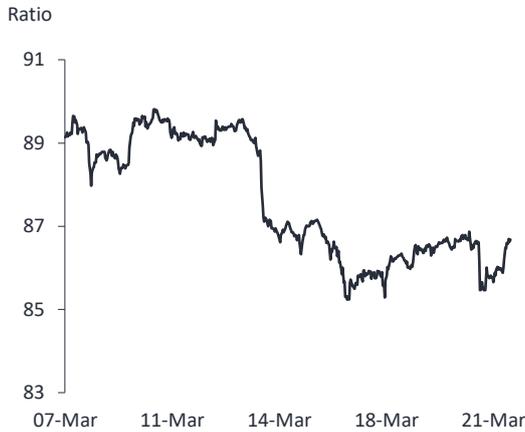
¥/g



資料 ブルームバーグ

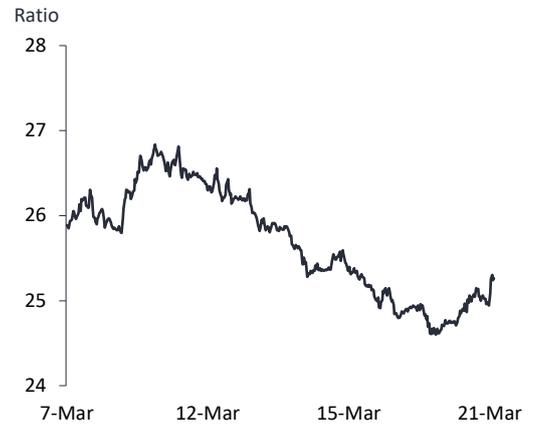
# チャート - レイシオとスプレッド

### 金銀比価



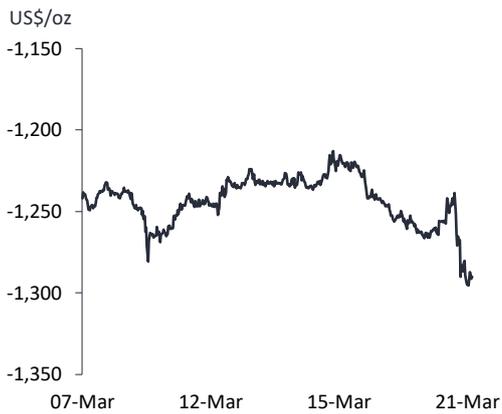
資料 ブルームバーグ

### 金原油比価



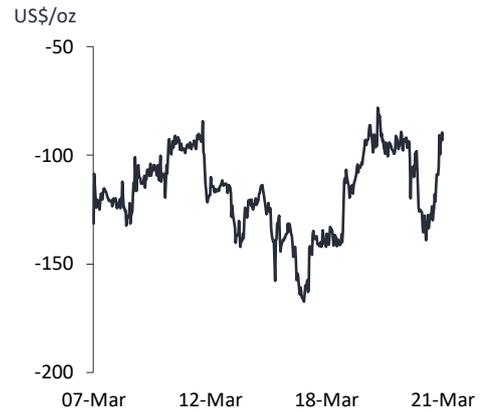
資料 ブルームバーグ

### プラチナ・ゴールドディスカウント



資料 ブルームバーグ

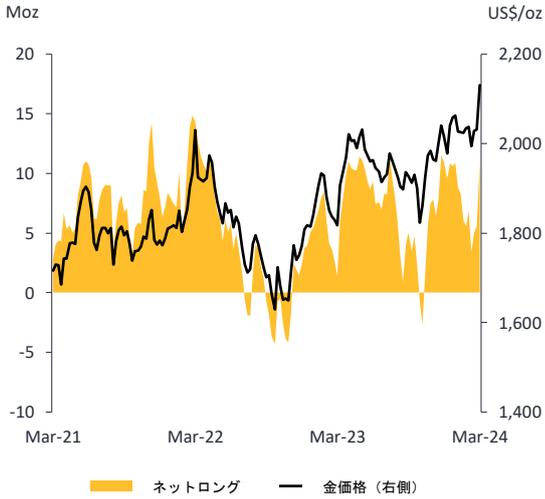
### プラチナ・パラジウムディスカウント



資料 ブルームバーグ

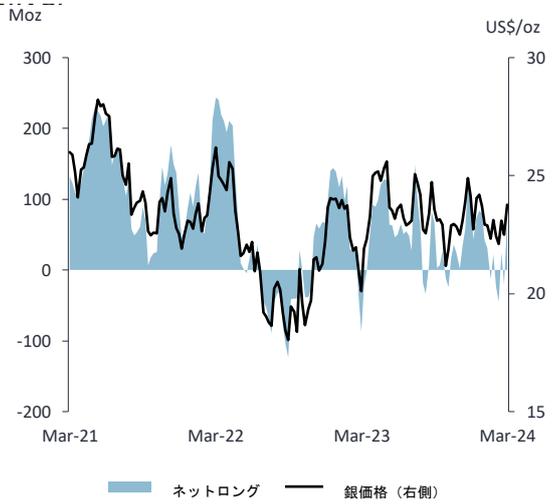
# チャート - CME ネットポジション\*

## ゴールド



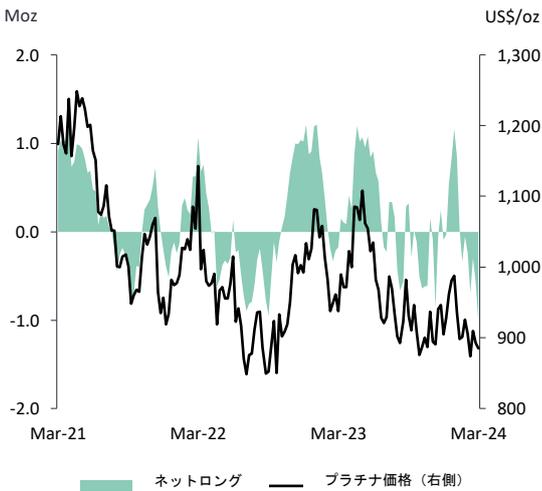
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

## シルバー



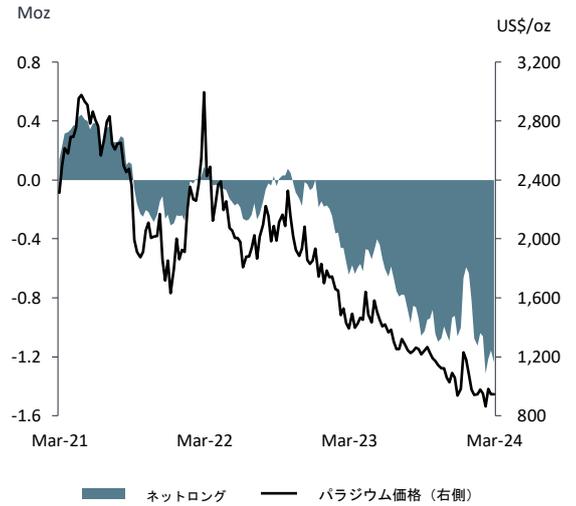
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

## 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  
Jacob Smith, Senior PGM Analyst  
Neelan Patel, Regional Sales Director  
Mirian Moreno, Business Manager  
Erin Coyle, Sales & Marketing Executive  
Ghananshu Karekar, Research Associate

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  
Tim Wright, Senior Mine Supply Analyst  
Adarsh Diwe, Analyst - Mumbai  
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。