



### ゴールド

ドル高で 2000 ドル割れも、FRBの発表を待つ投資家で損失は限定的

### シルバー

2023年第1四半期の米ヘクラ・マイニングのシルバー生産は前年比 22% 増で 125.6トン

### プラチナ

ロッテルダム港はマースフラクテに 1GW 規模のグリーン水素生産工場を建設

### パラジウム

南アTharisa は昨年12月から今年2月にかけての鉱山エリアでの悪天候を理由に生産目標を 1割カット

## 金利の変動に対する市場の期待の変化と ゴールドへの影響

5月2日～3日に開催される連邦公開市場委員会（FOMC）と我々の『5-Year Quarterly Gold Forecast』レポートの発表を控え、今週はゴールドの短期～中期に渡る我々の予測を再検討していきたい。ゴールド全体としては、ここ数週間で価格を底上げした要因が今後も続くと思われることから、短期的には価格は持ち堪えるだろうが、時間とともに下げ圧力が強まるとされる。そのためゴールド価格は2022年後半に見られた下値レンジに戻る可能性がある。

我々のこの予測を支えているのは、FRBが3月のドット・プロットで示したように「より高い金利水準をより長く」という基本姿勢を崩さないだろうという見方だ。金利引き上げサイクルのピークは近いという市場の大方の意見に我々も賛成ではあるが、我々は基本的には2023年末以前には金利の引き下げはないと考えている。この見方は少数派であることは承知だが、我々が2023年下半期の控えめな価格を予測する根拠となっている。

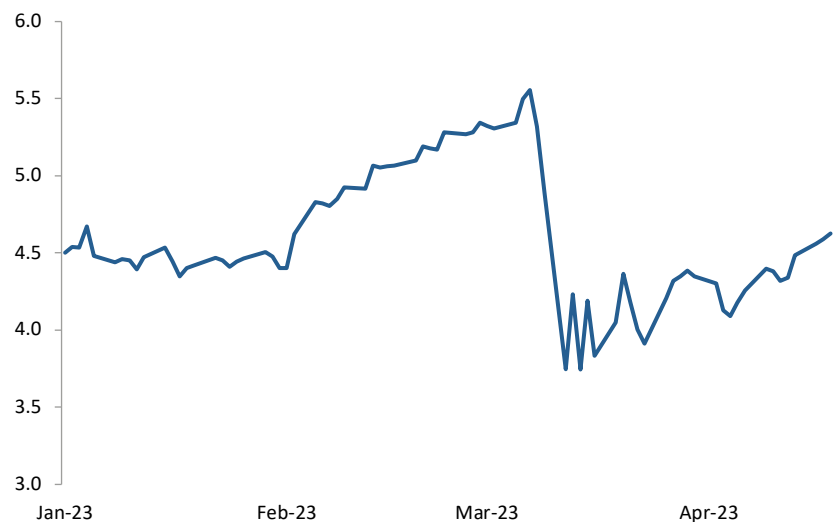
実際、今年の米国の政策金利に対する投資家とFRB関係者の考え方は一致しておらず、それが公式発表の予測と市場の期待に大きなズレを生じさせ、ゴールド価格を含む金融市場が大きく変動する背景となっている。本稿執筆時で金利引き下げへの期待は既に萎んでおり、シリコンバレー銀行の破綻をきっかけに、1%の引き上げがあるのではという憶測は、今では金利カットは11月末までは行われず、その後年末までに引き下げられたとしても0.5%にとどまるという見方に変わりつつある。

もちろんFRBの政策決定は、米国経済の先行きと、予想よりも早い時期に金融政策の緩和が求められるかどうかにかかっているが、我々としては今後数カ月内にFRBが方針を転換する可能性は少ないと考える。米国経済の低迷は避けられないが、労働市場はタイトなまま過去にない低い失業率が続き、GDPの大きな部分を占める消費を支えるだろう。こういった様々な背景を考えると米国経済はソフトランディングを実現でき、政府が経済にテコ入れする必要性を和らげるのではないだろうか。

それよりも重要なのは、数十年来の高さとなっていたヘッドライン・インフレ率がここ数ヶ月で下がっているにも関わらず、変動の激しいエネルギー部門と食料品部門を除いたその他の部門の価格が、高止まりのままがかつ硬直的である点だ。このため、コア消費者物価指数の下落傾向が顕著になり、長期目標である2%が視野に入ってくるまでは、FRBが早急に政策金利を下げることはないだろう。そうすると市場の価格調整は避けられず、下がっていたドルは回復する可能性もある。実質金利もインフレが抑制されれば上がってくるだろう。

今年後半までには、昨今の銀行不安に関連したリスクプレミアムも同時に下がると思われる。最後に企業業績の悪化により、株式市場には一時的に修正が生じるリスクがあることも認識する必要があるだろう。しかし、景気後退への恐れが弱まり、投資家のリスク許容度が上がれば、株式市場へ新たな資金が投入されるかもしれない。これら全てが今年後半のゴールド価格とゴールド投資需要には更なる逆風が待ち受けていることを示唆している。

### 2023年12月\*までの理論的政策金利



\*フェデラルファンド先物から推測

資料：ブルームバーグ

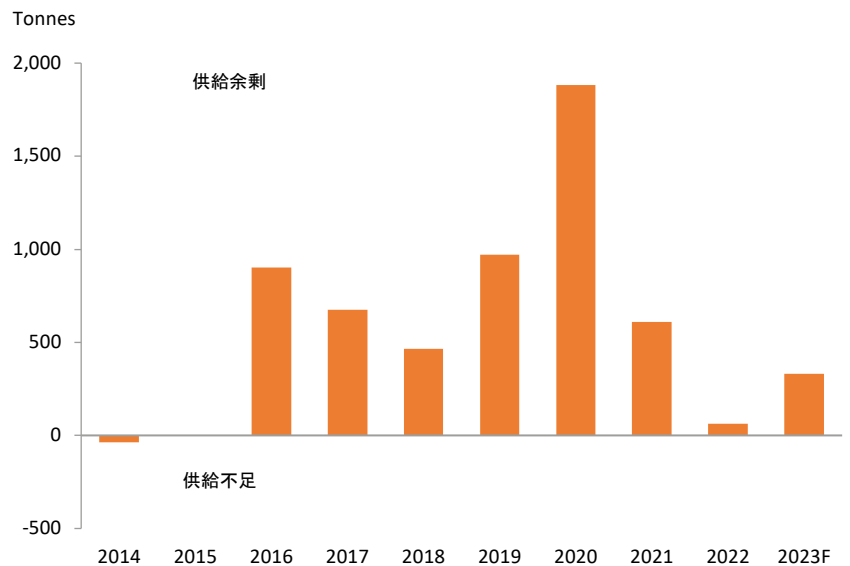
ゴールド現物市場を支える今年の需給ファンダメンタルズは弱くなる予測だ。その大きな要因は公的セクターのゴールド買い入れがネットで減るとされることで、例外的に高かった2022年の水準を維持することは困難だからである。とはいえ、地政学的な緊張の高まりと資産の分散投資としての役割を果たすゴールドのおかげで、国庫のゴールド保有高増強は正当化されるだろう。実際のところ減るとはいえ、公的セクターのゴールド買い入れについては、2023年は記録が残る中で過去2番目に多くなると予測されている。

公的セクターの買い入れが減る分は、コロナ禍の中国で宝飾品と現物投資が回復（2022年の低いベースからの回復ではあるが）することで、幾分かは補われるだろう。しかし中国以外の地域では、価格が高い上に変動が大きいために、消費者や個人投資家に懸念され、見通しは明るくはない。

一方今年の供給サイドは、鉱山生産が過去最高となるという予測に変更はない。リサイクルもゴールド価格の上昇と売り急ぎを背景に供給が増えるだろう。したがって2023年のゴールド市場は供給余剰が大きく膨らむ見通しだ。

この供給余剰は、経済の先行き不透明感が強まり、地政学的緊張が高まる中で、機関投資家が簡単に吸収するだろうが、コロナ禍以来、投資家の需要の膨らみに依存する割合が高くなっているゴールド市場の価格の動きには、今後注意する必要があるだろう。

## ゴールド市場のバランス（トン）



資料：メタルズフォーカス