



#### ゴールド

米インフレ率が予想を大幅に下回ったことで、ほぼ1ヶ月ぶりの1963ドルに高騰

#### シルバー

仏鉄道会社 SNCF は 1GW の太陽光発電所を建設し、2030年までに必要電力の 20% をカバーする計画

#### プラチナ

NYMEX のファンドマネジャーポジション、ネットで3月以来初めてショートに

#### パラジウム

フォードの販売台数、2023年第2四半期、2023年上半期はともに前年比 10% 増でそれぞれ53万2000台、100万台に

## 米の高金利と中国の GDP 低成長、 シルバー価格に重圧

シルバーは今年4月、そして再び5月初めに1年ぶりの高値となる 26 ドルを超えた後、下落圧力がかかっている。6月終わりまでにはマイナス 15% となる 4 ドルも下がり、ようやく 22ドル前半の下値抵抗線で落ち着いた。それ以降は多少回復し、本稿執筆時点では 24 ドル近辺となっている。これからの展望としては、我々の『5-Year Silver Quarterly』最新版で発表したように、宝飾・投資及び工業用シルバーにとって厳しい経済環境が続き、シルバー価格は今後数ヶ月、さらに軟調な動きになるだろう。

シルバー価格の最近のこの低迷は、主にはゴールドに対する投資家センチメントの悪化が背景だ。この変化は、6月の FOMC 会議後のタカ派的声明によって米国の政策金利低下への期待が萎んだこと、そしてポジティブな経済指標が続く中で米国が不況に陥る可能性の低さを投資家が再検討し始めたことによってもたらされた。6月にコアインフレ率が下がり始めた兆候があったにも関わらず、7月には金利が再び 0.25% 引き上げられるのは今や確実だ。さらに重要な点は、今後初めて金利が引き下げられるのは、先月の時点では今年11月とされていたのに、今やそれは 2024年の3月まで持ち越されるという見方へ変わったことだ。こういったことを受けて米国債利回りが上昇しており、機関投資家にとってゴールドとシルバーを保有することによる機会損失コストが高いことを表している。

シルバーはこれに加え、中国経済の回復がコロナ禍直後の勢いを失い始め、工業メタルの需要に対するセンチメントが悪化した影響も受けた。実際、年初からのベースメタル価格の下落率がシルバー価格よりも大きいのは、今年初めのシルバーは安全資産とポートフォリオの分散化を求める投資家に支えられたからだ。

年内は価格の低迷が続くとみられ、我々は前々回の『貴金属ウィークリー』で論じたように、米国経済は明確な不況にはならないと考えており、それが、FRBがこのまま高金利を維持し続ける根拠にもなるだろう。

## ゴールド・LMEX インデックスとの シルバーの相関関係



資料: ブルームバーグ

投資家の期待はすでにFRBのドット・プロットチャートに近づいているが、FRBは後2回金利を引き上げる可能性を仄めかしている一方で、今現在のFF金利先物に基づくマーケットの期待は、今年後半の金利引き上げは一回のみであることを示唆している。さらに、金融市場は2024年終わりまでには、金利はFRBのドット・プロットチャートの4.6%を大幅に下回る、4%以下になると期待している。米国の金融緩和策に対する市場の期待が萎み続けていることが、再建利回りの高止まりが続く状況を作り出し、それが貴金属価格に下落圧力がかかる原因となっている。

工業用メタルであり、投資・宝飾用貴金属でもあるという二面性を持つシルバーは、投資家の安心材料にはなりにくい。今週初め、中国政府は苦境に喘ぐ不動産市場に対して融資返済の延長など支援策を増やすと発表した。しかしこれらの取り組みが、消費者支出が弱く輸出需要も低迷している中で、経済成長にどれだけ効果があるのか疑問視する向きもある。こういった状況では投資家が広い意味での産業用コモディティーへの警戒を解くにはまだ時間がかかり、それがシルバーへの投資意欲を削ぐことになるだろう。

一方でポジティブな点としては、価格の下げ幅は限定的なものにとどまるだろう。2023年後半の我々の最安値予測は20ドルで、シルバーのベータ値が大きいことを考えても、これは今の水準からそれほど大きな下落ではない。結局のところ、システミックリスクの上昇、激動する国際関係、株式市場の高騰などを考えても、長期的視点を持つ機関投資家がポートフォリオの分散化のためにゴールド及びシルバーを保有する利点は十分にあると言える。

## シルバーのマーケットバランス



資料: メタルズフォーカス、5-Year Silver Quarterly

シルバーの需給ファンダメンタルズを取り巻く状況は決して悪くない。『5-Year Silver Quarterly』でも示したように、シルバー市場は今後かなり長期にわたって構造的な供給不足となるだろう。今年の供給不足の背景となっているのは強い工業需要で、その中身は再生可能エネルギープロジェクトへの投資の増加、自動車の電動化の促進、そして5Gネットワークの拡大などである。このような用途が増えれば、家電産業と建設産業の需要低迷を補うはずだ。対照的にシルバー宝飾品や銀食器、インゴットとコインは、2022年の需要は過去最高となったが、今年は減少に転じるだろう。

## タイのゴールド需要



資料: メタルズフォーカス、Gold Focus 2023

## タイのゴールド需要不振

多くの国々のゴールド需要は、この2年間でコロナ禍中のスランプを脱したが、東アジア第4位のゴールド市場であるタイの需要は、近隣諸国と比べて、回復の遅さが目立つ。昨年のタイの宝飾品需要、個人投資需要はともにコロナ以前の2019年よりもそれぞれマイナス15%、マイナス18%だった。2018年と比べた差はさらに大きくなり、それぞれマイナス22%、マイナス58%である。ちなみに隣国ベトナムでは、ゴールド需要はコロナ以前の水準をすでに超えている。

タイのこの遅いゴールド需要回復の背景にはいくつかの要因が考えられる。中でも大きいのは、バツ建の高値が投資家や消費者に敬遠されたことだ。通常、現地通貨建価格に調整が入るとバーゲンハンティング買いが起こるが、タイでそうっていないのはバツ安が足枷になっているからで、ドル建てのゴールド価格が下がっても、バツ建価格は2021年以来、2割も上がっている。

さらにタイでは都市中心部の裁量的支出に対する、新型コロナウイルス感染症拡大の打撃が非常に大きかった。タイ経済は観光依存度が高く、GDPの12%~14%が観光収入だ。現在、観光客は戻りつつあるとはいえ、コロナ以前の水準には遠く及ばず、その結果、観光に依存する多くの産業は従業員・社員の給与を削っている。また高いインフレに加え政治不安もあり、消費者が高額商品の購入を控える心理的な要因となっている。

ゴールド需要低迷の最後の原因として挙げられるのは、農村部の経済回復が進んでいない点だ。タイの人口の半分は農村に住むが、2022年の農業サービスは2.7%伸びたにも関わらず、不安定な天候と洪水などの自然災害で農作物に被害が及んだ。収穫に被害があった地域の宝飾品卸業者らはゴールド需要が減ったと報告している。

今後のタイ市場の回復が早いスピードで進むとは考えられず、不安定な政局や通貨の価値低下といった目前の問題がゴールド需要の回復の妨げになるだろう。しかし長期的には経済がより発展すれば、ゴールド需要にも有意義な回復がもたらされるだろう。