



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第86号 2024年7月26日

### ゴールド

インド、ゴールドとシルバーの輸入関税を15%から6%に引き下げ

### シルバー

金銀比価、2ヶ月ぶりに82を超える

### プラチナ

インドの水電解装置メーカー Ohmium、2GWの大規模工場の稼働を開始

### パラジウム

6月のEUの新車登録台数は前年比で4.3%増えて109万台、2024年上半期としては前年比で4.5%増加

### ゴールドのヘッジ契約 – 資産か負債か

2023年はゴールド価格の上昇によって鉱山会社のヘッジ取引が再び盛んになった。過去3年間続いたヘッジ売りの買い戻しから一転、ヘッジ売りは前年比で67トン増え、年末までに世界の鉱山会社のデルタ調整後のヘッジ売りは238トンになった。これほど増えたのは2014年以来で、ヘッジ契約している生産者、特にオーストラリアの生産者は順ぎやのフォワードカーブで利益を上げた。ヘッジを増やしただけでなく、通常は2年のヘッジ取引に、3年あるいは4年のヘッジを追加した生産者もいる。

多くの生産者にとって、ヘッジは将来の、特に投資が多くなる期間のキャッシュフローを保証するという意味で有効な手段とされている。しかし場合によってはキャッシュフローにはマイナスの負債になり、鉱山プロジェクトに影響を及ぼす可能性もある。

ヘッジを行う目的はいろいろあるが、普通はキャッシュフローを確保するために行うことが多い。しかし、鉱山プロジェクトがまだ初期段階にある新参入や中規模企業にとって、ヘッジ契約はプロジェクトを生産まで持ってくるための資金借入れの条件であることが多い。普通こういったヘッジ契約はプロジェクトのゴールド生産が始まるずっと以前に交わされており、その後のゴールド価格の動きによっては、生産が始まってからのキャッシュフローにプラスにもマイナスにもなりうる。ゴールド価格が低ければヘッジしていたことでスポット価格にプレミアムがついて有利になるが、スポット価格が権利行使価格を上回っている場合には、生産会社は生産した商品をスポット価格以下で売らなければならないことになる。

現在、ヘッジ契約の57%は資金借入れによるものと見られる。この契約の多くの権利行使価格は現在のスポット価格よりも低く、2024年第1四半期のデータを見ると、フォワード契約の加重平均権利行使価格は1940ドル/オンスで、第1四半期末のスポット価格だった2214ドル/オンスを274ドルも下回っている。第1四半期末のヘッジ契約の7割はフォワードで、2027年末までのゴールド生産をカバーしている。

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)

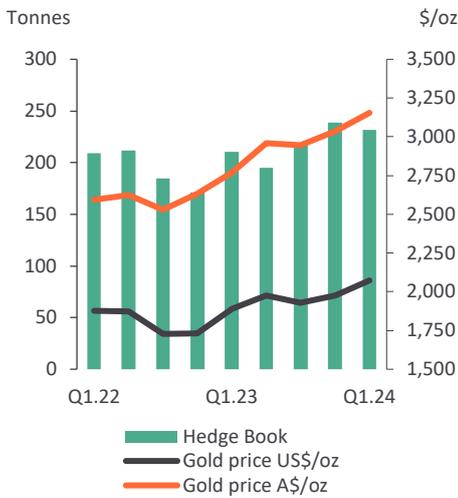


[www.material.co.jp](http://www.material.co.jp)



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

デルタ調整後の世界のヘッジ売りの量



出典: メタルズフォーカス

後の残りはオプション取引で2031年までの生産をカバーしている。プットオプションの加重平均権利行使価格は 1868ドルで、スポット価格より 346 ドル低い。2024年第1四半期末の時点で利益が出ている、あるいは内在価値を有するプットオプションはわずか 3% だ。コールオプションの加重平均権利行使価格は 2141ドルで、スポット価格より 74 ドル低い、プットオプションの買いと対照的に、コールオプションの売りの 41% はインザマネーで、利益がでる可能性がある。

権利行使価格がスポットよりも低い契約については様々な憶測が飛び交っている。カナダの Argonaut Gold は 2022年に Magino 鉱山プロジェクト開発のため、加重平均権利行使価格 1836ドル/オンスのフォワード契約を含む 2億5000万ドルの借入れ資金を調達した。当時この価格は有利と見られていたが、2023年第4四半期に Magino 鉱山の商業生産が始まった時にはすでに四半期平均スポット価格を 141ドル/オンス も下回っていた。この契約は2026年までの生産分をカバーし、たとえその期間に価格が下がる可能性があるにしても、生産会社にとっては不利な状況が続くことには変わらない。

Alamos Gold は Argonaut を買収した後、このフォワード契約のうち、2024年と2025年の生産分となる 5.57トン分を決済したが、これを行うために Alamos は、フォワードカーブ価格 2524ドル/オンス で2025年に 1.53トンを提供するという、ゴールドの前払い契約を結び、1億1600万ドルを調達している。これにより、Argonaut のヘッジは2026年と2027年の生産分となる 4.7トンに減ったことになり、状況は大きく改善された。

豪 Capricorn Metals は 2019年に、Karlawinda 鉱山プロジェクト開発のために1億豪ドル の借入れ資金を調達した。ヘッジ義務として、2021年第2四半期から2025年第3四半期の生産分、6.2 トンを平均権利行使価格 2237豪ドル/オンスでカバーするフォワード契約を結んだ。2022年、好調な初期生産を受けて、資金の貸し手である銀行は契約の組み直しに応じ、2022年から2025年と2026年にロールオーバーされた。その当時は有利な契約だったが、その後 Capricorn はこれらのフォワード契約を2回に渡ってクローズ。直近のものは2024年第2四半期の1.6 トンを平均権利行使価格 2237豪ドル/オンスでという フォワード売り契約だ。これらは平均権利行使価格 3432豪ドル/オンス の1.6トンのプットオプションを買うことで代替され、これにより Capricorn は 6960万豪ドルのコストがかかったが、ゴールド価格上昇の利益を得ることが可能になった。

## ヘッジ取引の内訳



出典: メタルズフォーカス

ヘッジ取引がさらに極端な形でマイナスになりうる例として豪の Calidus Resources がある。Calidus 社の主要プロジェクトは Warrawoona 鉱山開発だったが、2022年に 1億1000万豪ドルを借り入れた際の条件として、平均権利行使価格 2355豪ドル/オンスで 3.9トンのヘッジ取引を結んだ。しかし2023年第1四半期に商業生産が始まった段階で、これはすでにスポット価格を 400豪ドル/オンスも下回っていたため、同社は2023年全四半期を通じてこのヘッジ取引のおかげで損失を計上。その上、総コスト(AISC)の上昇と高品位鉱石の不足が重なり、2024年第3四半期について破産申請に至った。

コスト高の今の環境で、ヘッジ契約による損失は新参入や中規模生産会社に限ったことではない。Coeur Mining、Eldorado Gold、Endeavour Mining といった古くからの生産会社も、2024年第1四半期の決算報告書にて、それぞれ790万ドル、1020万ドル、4750万ドル とゴールドヘッジ取引の損失を計上しているが、ヘッジ契約がキャッシュフローに与える影響を制限するために、これら大手企業は一回のヘッジ契約がカバーする内容の最大枠を厳格に定めている。さらに、妬に籠るといって、ゴールドのヘッジで損失を被った投資家はそれを忘れないもので、10億ドル規模のヘッジ契約は今や昔となったが、ヘッジに対する投資家の嫌悪感は依然強い。それも産金企業が利用するヘッジの規模に影響していると言えるだろう。

ヘッジ契約は価格が低い時にはキャッシュフローの確保に役立つが、価格の上昇局面では負債となりうる。今後ゴールド価格が上がり続ければ、現在有効なヘッジ契約の大部分は負債となり、部分的あるいは全体の契約のロールオーバーや決済が、今よりも普通に行われるようになる可能性があるだろう。

## 加重平均権利行使価格 と 2024年第1四半期の金価格



出典: メタルズフォーカス