



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第 129 号 2025 年 6 月 13 日

### ゴールド

中東情勢の悪化と米インフレデータが予想以上の軟化でゴールドは 3360 ドル超える

### シルバー

13年ぶりの高値となる 36.89 ドルで、金銀比価は一時的に 91を下回る

### プラチナ

1ヶ月リースレートが2003年以来の高さとなる13%を超える

### パラジウム

今週の世界的パラジウムETP 残高は7年ぶりに多い30.3トン

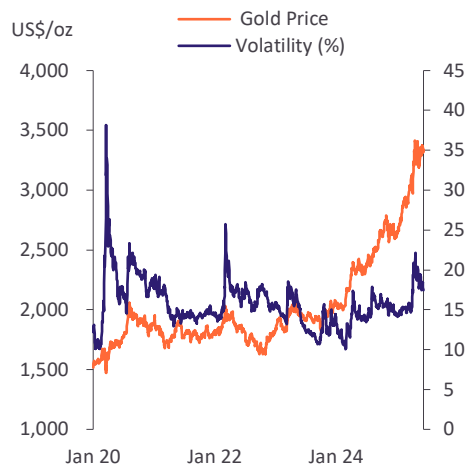
### ヘッジ取引は絶滅の道を辿るのか？

学術名 *Raphus Cucullatus*、モーリシャス島のドーデー鳥は1681年に絶滅したが、昨年のヘッジ取引を見ると、ゴールドは前年192トンから54.6トンも減り、シルバーも143トンも減ってほとんどゼロに近い。メタル価格の上昇が続く中で、ヘッジ取引もドーデー鳥と同じ運命を辿るのだろうか。ヘッジ取引よりもストーリーミングなどの資金調達方法が好まれるようになった背景があるとも言えるが、それ以外にも企業戦略としてヘッジ取引が減っている要因はいくつか挙げられる。

ヘッジ取引に大きな影響を与えるスポット価格は、ゴールドとシルバーともに過去数年間で大きく上昇した。2025年第1四半期のゴールドは、1986年来の好パフォーマンスを記録し、4月は3500ドルを超えた場面もあった。同様にシルバーも今年初めに30ドルを超えて上がり続け、先日は2012年以来初めて36ドルを超えた。ヘッジ取引にスポット価格が影響するのは、フォワード契約の価格や、オプションのプレミアム計算にはスポット価格がベースになっており、またオプションのデルタヘッジの計算にも深く関わるからだ。現在の価格水準だと、鉱山会社の買ったプットオプションの大半は大きくアウト・オブ・マネーであり、デルタヘッジは限りなくゼロに近づいている。鉱山会社が売ったコールオプションは価格上昇を受けてイン・ザ・マネー、権利行使された場合には生産会社の利益の上限を制限してしまう可能性がある。

高いスポット価格は総コスト(AISC)に対する収益を押し上げるという点で、ヘッジ取引に間接的にも影響を与える。2024年の産金企業の平均的な収益は前年比で53%上がって987ドル/オンス、シルバー生産企業のそれは2倍以上の13.7ドル/オンスだった。収益の向上はキャッシュフローの増大に繋がり、それが2つの面でヘッジ取引に影響する。一つは借金による資金調達の必要性が減るため、生産を維持するためのプロジェクト、および成長プロジェクトにおいてヘッジ取引を行う理由が減ることだ。例えば Perseus Mining はタンザニアの Nyangaza 金鉱山プロジェクトにおいて自己資金による投資計画を発表した。

## ゴールド価格とボラティリティー



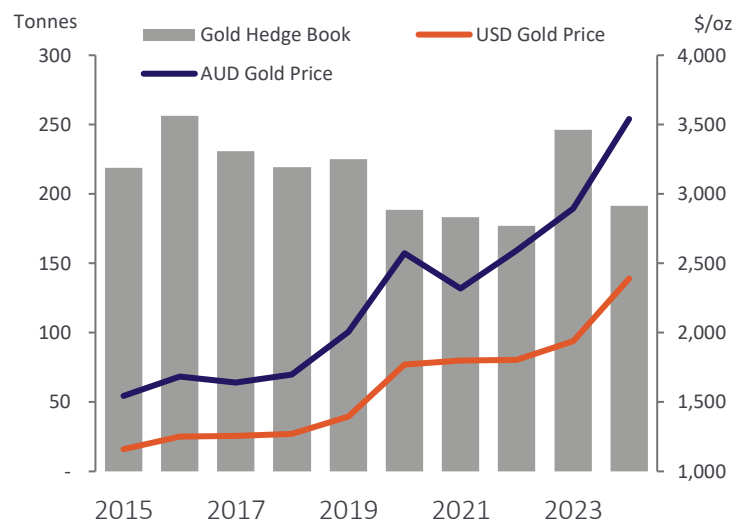
出典: ブルームバーク

プロジェクトに必要な5億2300万ドルの全額を自己保有の現金と地金生産で賄えるとしている。二つ目としてキャッシュフローが増えたことで負債の返済が可能になり、スポット価格上昇の利益を享受できるようになったことだ。例えば、Resolute Mining は2024年第1四半期に負債を全額返済してヘッジ取引を解消。もっと最近の例では自社株との交換でフォワード契約を解消する契約をマッコーリー銀行との間で結んだ Capricorn Metals のケースがある。解消にかかったコストは1億4700万ドルだった。

2024年に再び上がり始めたゴールドとシルバーの予想変動率は、今年第1四半期に入ってもゴールドは上がり続けているが、シルバーは幾分落ち着いている。変動率が高くなるとプレミアムが上がり、オプションを行使する可能性が変わるため、オプションの売り手であるブリオンバンクのデルタヘッジの量が変わる。これに加えて、前述したゴールド価格の直接的な影響のおかげでゴールドのオプション取引は前年比で21.2トン減って年末までに45.7トンになった。シルバー生産会社は長い間ヘッジ取引としてオプション取引を多く行ってきたが、2024年はわずか72トンで、前年比で0.7%増えたにとどまり、歴史的低水準に終わった。

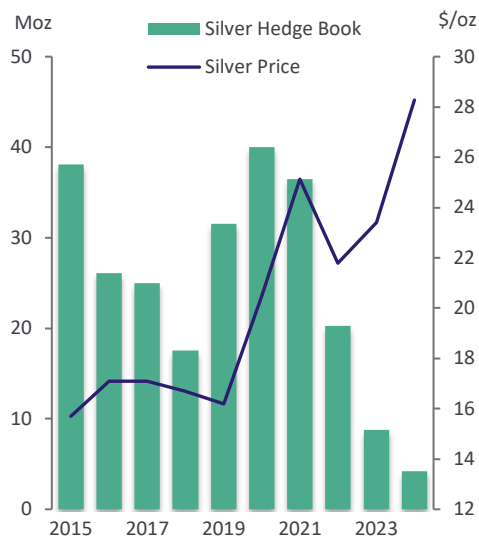
近年の企業活動もゴールドのヘッジ取引の減少に関係している。企業買収の際には既存のヘッジ取引は再編あるいは解消される。2024年に Alamos Gold が Argonaut Gold を買収した時には、Argonaut がカナダの Magino プロジェクトの建設のために行ったヘッジ取引10.2トンが解消された。この取引は2024年と2025年の生産が対象で、ヘッジ解消に伴うプレミアムを払うために Alamos は1億1600万ドルの前払い契約を結んでいる。

## ゴールドヘッジ取引とゴールド価格



出典: ブルームバーク、メタルズフォーカス

## シルバーヘッジ取引とシルバー価格



出典: ブルームバーグ、メタルズフォーカス

ヘッジ取引の大部分は、貸し手側のリスク軽減の手段として新規プロジェクトあるいは拡張プロジェクトなどのプロジェクト開発の資金調達に関連している。従って新規プロジェクトの数がヘッジ取引に関係するわけだが、今後5年間を見てもゴールドでもシルバーでも資金調達を必要とする新規プロジェクトはほとんどない。シルバーのヘッジ取引が歴史的な低水準にある大きな一因だ。また、開発プロジェクトを行う企業でゴールドもシルバーも生産する企業の中には、キャッシュフロー確保のため、シルバーではなくゴールドの生産でヘッジ取引を行うところがある。例えば、メキシコの Terronera 鉱山を開発中の Endeavour Silver は、2022年第2四半期のピーク時に17.8トンあったゴールドのヘッジ取引で2024年終わりまでに全てのフォワード契約を決済した。

以上に加え、投資家センチメントと財務に対する企業の慎重な姿勢もヘッジ取引の量が減っている一因だ。我々が調査したヘッジ取引を行っている生産会社の全てが、投資家の多くが過去のヘッジ取引で壊滅的な損失を被った記憶がまだ残っているためにヘッジ取引に懐疑的な姿勢を持っているとしている。このためほとんどの企業ではヘッジ取引を2年間の生産量の2割から3割に抑えるなど何らかの制限を設けている。2025年はすでにゴールドもシルバーも過去と比べて大きく価格が上昇しているが、この強い上昇基調の中で生産者は価格上昇の恩恵を最大限受けられるよう、ヘッジ取引をさらに抑える方向にある。

しかし、我々は、ヘッジ取引はドードー鳥のような絶滅の道を歩むとは考えていない。192トンのゴールドヘッジ取引のうち、約130トンは資金調達に関連しており、それらは借金が返済されるまでに決済されるか、あるいは継続されなければならない。さらに、ヘッジ取引は設備投資が大きい期間のキャッシュフローを確保するためには有効な手段であり、普段からヘッジ取引を頻繁に行っている企業はそのような場合にはヘッジ取引を増やし、そうでない企業は必要な期間にだけヘッジ取引を行う傾向がある。例えば、過去10年間常にヘッジ取引を行ってきた Northern Star Resources は、オーストラリアでKCGM 拡張プロジェクトを行っているため、ここ2年間でヘッジ取引量を大きく増やしている。一方で、米国で Rochester 拡張プロジェクトを行った Coeur Mining はその期間中にはゴールド、シルバーともにヘッジ取引を行ったが、同プロジェクトが商業生産の軌道にのった時点で決済し、その後はヘッジ取引を行っていない。

つまりヘッジ取引は、鉱山業界で見られる増減の多い動きの一つであり、プロジェクト資金が必要な企業が数社ヘッジ取引を行うだけで、ネットベースでヘッジ取引が増加に転じる可能性があるということだ。とはいえ、過去数十年にわたって見られてきたような水準に戻ることは今後ないだろう。