



Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第178号 2026年6月11日

ゴールド

米雇用データ、イラン戦争懸念、インフレ予測が3年ぶりに4%を超えたことなどで金利引き上げ予測が強まり、4150ドルを割る

シルバー

金銀比価は4月初め以来初めて65超え

プラチナ

Wesizwe Platinum は Bakubung プロジェクトを再構成し、年間31.1トンの生産予測を108.9トンに増加

パラジウム

中国の5月の普通乗用車販売は前年比22%減の151万台、輸出は75%増

産金企業、記録的なキャッシュフローの中でも慎重さ崩さず

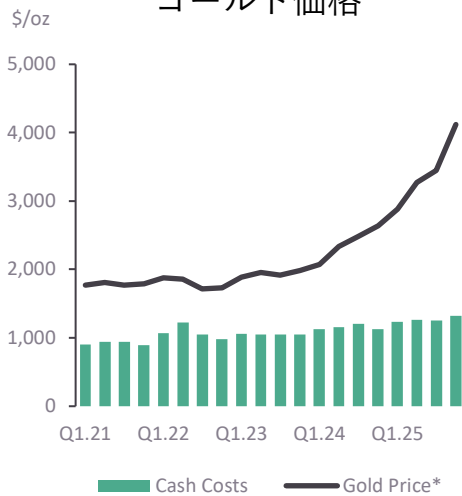
我々の『Metals Focus Gold Peer Group Analysis』は、四半期ごとに世界の主な産金企業を対象に鉱山運営と財務のデータを包括的に分析し、業界の動向に対する我々独自の視点を提供する。近年その中で目立っているのは、ゴールド価格の大幅な上昇に伴ってキャッシュ創出力が急激に高まっていることだが、産金企業はその莫大なキャッシュを何に費やしているのだろうか。

実際、産金業界の近年のキャッシュフローの水準の高さには目をみはるものがある。2025年の『Metals Focus Gold Peer Group Analysis』で取り上げた各企業（ピアグループ）のフリーキャッシュフローは258億ドルに達し、2024年の92億米ドルのほぼ3倍ある。わずか数年前であっても信じられないような数字であり、今は最強のキャッシュ創出期の一つと言える。急増の理由は明らかだ。2025年第4四半期の各企業の平均キャッシュコストは1323ドル/オンスだったのに対し、加重平均ゴールド価格は4120ドル/オンスだった。この圧倒的に高い想定営業利益率は、我々が持つ過去15年間のデータの中でも過去最高だ。

ここで特に注目すべきなのは、生産量は増えていない点だ。ピアグループの2025年第4四半期のゴールド生産量は195.9トンで、217.7トンを超えていた2年前から減少した。つまり収益性の向上は生産量の拡大によるものではなく、全面的にゴールドの販売価格の上昇によるものなのだ

生産コストは上り続けてはいるが、ゴールド価格に比べればそのペースは極めて緩やかだ。2009年以降、ピアグループのキャッシュコストは四半期平均で約1.6%のペースで上昇した。インフレは依然として重要な課題ではあるが、近年のゴールド価格の上昇は鉱山運営コストの上昇を大幅に上回っており、それが大幅なマージン拡大につながっている。

キャッシュコストと ゴールド価格*



*加重平均ゴールド価格

ピアグループとは Agnico Eagle、AngloGold Ashanti、B2Gold、Barrick Mining、Endeavour Mining、Gold Fields、Harmony Gold、Kinross Gold、Newmont、Solidcore Resources、Sibanye-Stillwater

出典: メタルズフォーカス「Gold Peer Group Analysis Q4.25」

この大量のキャッシュがどこへ向かっているかというと、大部分は鉱山運営の再投資に回されている。2年前は528ドルだった設備投資は、2025年第4四半期には682ドル/オンスに増加。しかも事業維持のための投資と成長投資、ともに増加している。事業維持のための設備投資は303ドル/オンスから364ドル/オンスに、プロジェクトの設備投資は206ドル/オンスから280ドル/オンスに増えた。同じ期間、新規探鉱費も60ドル/オンスから78ドルへと増えた。

これらを総合すると、経営陣は既存資産から単にキャッシュを回収しているだけではなく、むしろ、現在のキャッシュフローの少ない部分で、生産の維持、将来のプロジェクト開発、そして埋蔵量の補充に向けられていることがわかる。

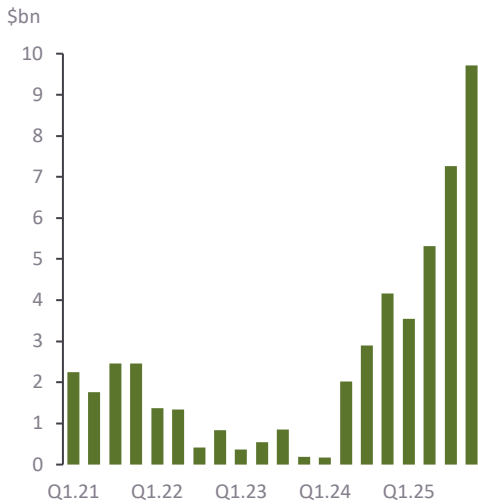
この点は、生産量が減少傾向にあることを考えると特に重要だ。ピアグループ全体の埋蔵量寿命は、約20年と概ね安定して推移しており、各企業はこれまでのところ、採掘された資源をうまく補填し、長期的な操業を持続できる体制を維持することに成功しているといえよう。

鉱山がある各国の政府もまたこの恩恵を受けている。ピアグループが2025年に支払った税率は33%に達し、過去15年間で最も高い水準に近い。ゴールド価格の上昇に伴って、利益の大きな割合が税金を通じて採掘地域の政府の懐に入っている。

キャッシュの使い道として最も大きな変化があったのは、バランスシートだ。わずか2年前、ピアグループは全体で153億ドルの純負債を計上していたが、2025年末までには63億ドルの純キャッシュポジションに転換した。210億ドル以上にもなるこの劇的な変化は、ここ数年間の財務体質の改善の中でも最も重要なものの一つだ。

株主還元も急増している。2025年第4四半期にピアグループが支払った配当金は30億ドル。わずか2年前は8億8500万ドルだった。配当金を3倍以上にも増やしたことは、キャッシュ創出力の向上と、投資家にキャッシュを直接還元しようとしている経営陣の意欲の高まりを反映しているといえよう。この一方で、自社株買いは比較的抑えられている。ピアグループの発行済株式総数は2023年第3四半期に119億株でピークに達し、2025年末時点でも114億株にとどまった。自社株買いは株主還元に貢献したものの、キャッシュの主要な使い道とは言えない。

フリーキャッシュフロー



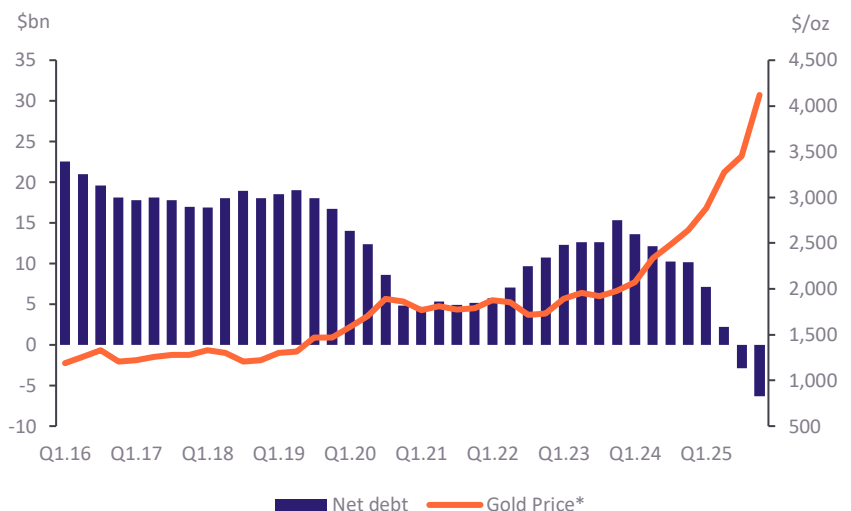
出典: メタルズフォーカス「Gold Peer Group Analysis Q4.25」

これらのデータを包括的に見ていくと、興味深いことが見えてくる。過去のコモディティサイクルでは、積極的な買収、野心的な拡張計画、時には過度なレバレッジが特徴だったが、現在のサイクルは大きく異なっている。記録的に高い水準のキャッシュ創出力を得ながらも、経営陣のアプローチは保守的かつ規律あるもので、負債は削減、配当は増加、既存の操業や将来のプロジェクトへの投資は拡大、探鉱費も強化されている。

さらに注目すべきなのは、投資家がこのセクターに対して、依然高い評価倍率（バリュエーション・マルチプル）を与えていないことだ。ピアグループの加重平均 EV/EBITDA 倍率は現在 5.4 倍で、7 倍を超えていた 2023 年初めと比較しても低い水準にとどまっている。バランスシートが強化されて配当が増え、収益性が記録的に上がっているにもかかわらず、バリュエーションは歴史的な基準と比べても依然低いのだ。

これが、現在のゴールド価格が続くのかという投資家の懸念を反映したものかどうか、それには議論の余地がある。しかし、はっきりしているのは、今日の産金企業の行動は、過去の強気相場の時代とは大きく異なっているということで、現在のサイクルで最も目立つ動向は、生み出されているキャッシュの量ではなく、それがどこに投入されているかという「規律の高さ」にあるのかもしれない。

純負債額とゴールド価格*



*加重平均ゴールド価格

出典: メタルズフォーカス「Gold Peer Group Analysis Q4.25」