



Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第47号 2023年10月13日

ゴールド

CME のファンドマネジャーポジションは2022年11月8日以来初めてのネットショートに

シルバー

イタリア再エネ大手 Vexuvo は今後3年間で 16億ドルを太陽光パネル施設に投資

プラチナ

先週は下落したゴールドに追従して、2022年9月以来の最安値 854 ドルに

パラジウム

4300人が3カ所でストライキを実施後、GM とカナダの労働組合 Unifor が暫定的合意に

バスケット価格の急落、 南ア PGM 供給にどう影響？

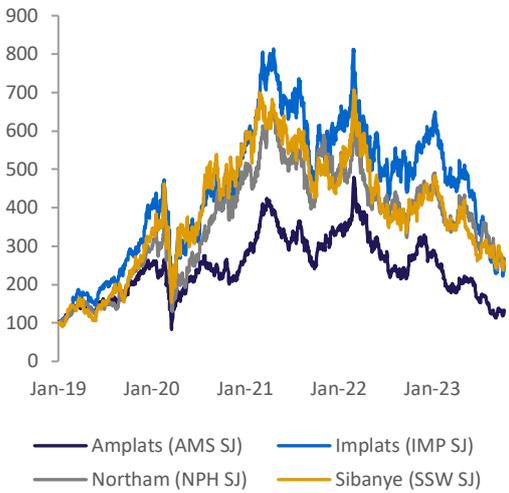
今年に入ってから、南アフリカの6E（プラチナ、パラジウム、ゴールド、ロジウム、ルテニウム、イリジウム）バスケット価格は4割下がっている。ゴールド以外の全てのメタルで下がっているが、特に足を引っ張っているのがロジウムとパラジウムで、この急落によって PGM 生産会社の収益は悪化し、株主配当にも影響が出ている。

生産会社にはコスト削減をしなければ続行が難しい鉱山操業を抱えるところもあり、各社の株価にもそれが如実に反映し始めた。我々が株価を追う PGM 生産会社全体の株価は今年に入って 51% 下がり、時価総額にして 260億ドルが消えた。多くの生産会社は損失を被ってまでは鉱山運営をしないとしているが、実際に採掘現場の閉鎖には踏み切っていない。したがって、生産会社は半加工在庫を放出して生産量を嵩上げすることで、ユニットコストの削減を図るのではないかと思われ、短期的にはこれでバスケット価格の下落による打撃を和らげる対応とするだろう。

前回の価格下落サイクルと比べて、今回は、主要 PGM 生産会社の資金運用はかなり慎重だ。2007年～2008年のサイクルのピーク時には鉱山会社の資本支出は、キャッシュフローの6割にも達し、そのほとんどが新たな鉱山開発を通じた増産に向けられた。対照的に2021年～2022年のサイクル時の資本支出はキャッシュフローの34%に抑えられた。2022年の資本支出は前年比で17%増えているが、このほとんどはインフレ率の上昇と資産保全のための投資、特に加工施設のインフラへの投資で、ほとんどの生産者らは増産のための新規投資は行わなかった。今年のようなバスケット価格の急落は予測していなかったにせよ、ロジウムの高騰で上昇していたバスケット価格はそのうち下がるだろうという判断に基づいた投資決定を行っており、その結果、バスケット価格が下がっても耐えられるよう生産のリスク要因を解消し、そのような資産構成になっていたのだ。

南アフリカ PGM 生産会社の株価

2019年1月2日を100として



資料: ブルームバーグ、メタルズフォーカス

今回の価格下落に対する供給サイドの対応は以前までのサイクルの時と異なっている。2008年のピークの後には新たな鉱山が閉鎖されたことによって大幅な供給不足に陥った。これら新しい鉱山はプラチナ価格の上昇が続くという前提のもとに開発され操業されていたため、運営上の困難に直面したのだった。

しかし今回のサイクルは高いプラチナ価格に後押しされたものではなく、ロジウムとパラジウムの高騰によるものであった。過去のサイクルで学んだ教訓が生かされているには違いないが、今回の慎重な投資行動のもとになっているのも、これほどのロジウム価格の上昇は続かないだろうという懸念に基づいている。鉱山会社の投資判断は、埋蔵されている鉱物の経済的価値と将来の鉱山計画を決定する6E バスケットの長期的な価格見通しに基づくが、南アフリカの6E バスケット価格の長期平均価格は、多少の変動はあるが、現在のスポット価格である1260ドル/オンスよりもかなり高い1700ドルあたりである。

PGM 供給が短期で大きく減少するのを回避できている主な要因は、生産会社の経営陣らが、低コストでも運営が可能な体制を保てばバスケット価格が下落しても耐えられる、そして生産量を最大限に増やすことがコスト削減の根本にあるとしている考え方だ。2016年～2018年のサイクルの時の戦略同様に、資金が豊富な生産者は生産を最大限増やすことで、競争の激しい業界の勝ち組になるだろう。

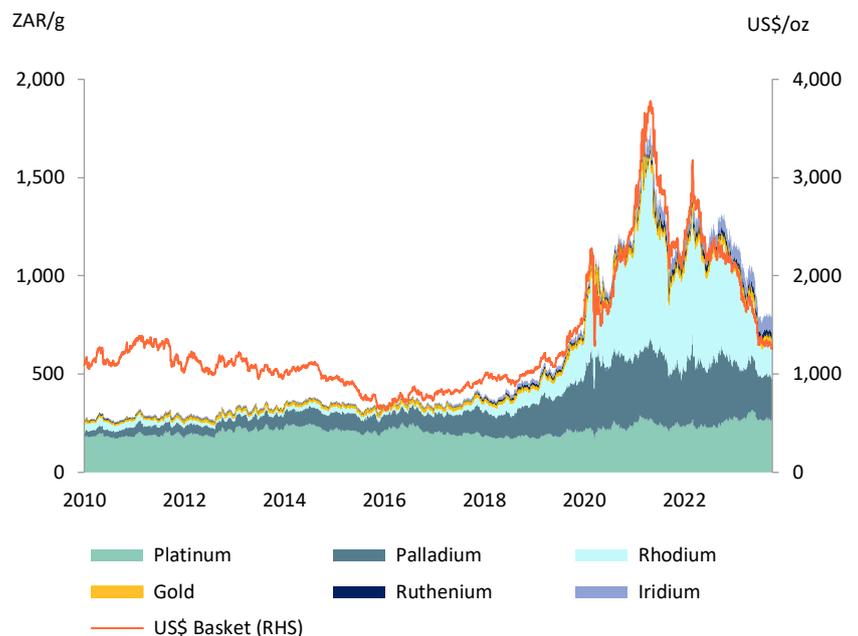
この戦略を特徴づけているのは、現在 PGM 生産会社が抱える大量の半加工在庫の存在だ。長く続いた溶鉱炉のメンテナンス作業とエスコムの計画停電により、2023年上半期の終わりまでに計画外の43.5トンの PGM が半加工在庫としてある。これは ACP 転炉の閉鎖で加工在庫量がピークとなった2020年終わりと同じ水準で、その時は、この在庫のうち23.3トンが翌年に放出されたため、2021年の世界のプラチナ供給が10年ぶりに195.6トンと多くなったのであった。

当時は幸いにも現在と違って需要も非常に多かったが、今回の価格下落は会社の財務状況にプレッシャーとなっており、余分な在庫を放出することで運転資本に余裕を加えることができるだろう。一時的な販売収入の増加によって生産者の利潤は少し確保され、状況の悪化を遅らせることができると思われる。

我々の向こう 10 年間の展望としては、プラチナ価格は安泰だが、パラジウムとロジウムは良好とは言えない。収益幅によっていつのタイミングで鉱山を閉鎖し、供給を調整するかという判断を下すのは非常に難しい。市場の動向を見極めるだけでなく、経営陣がどこまで財務状況の悪化に耐えられるかという問題でもある。昨今は例外的に膨らんだ収益のおかげで本業以外のコストも増えており、我々の予想では、今回の利潤収縮で、生産量の調整が行われる前に、まず大幅なコスト削減努力が行われるだろう。しかし、Northam の CFO である Alet Coetzee 氏が「このような時には目先の小さなもののコストを減らしてもダメで、もっと大胆にコスト削減ができるものを考えなければならない」とも述べている。

コスト削減はそのうち生産量にも影響するだろうが、PGM のそれぞれのメタルの価格が異なっているため調整は一筋縄ではいかない。例えば今年に入ってプラチナ価格は 18% 下がっているが、バスケットの中の比重は上がり、2023 年第 3 四半期のプラチナはバスケット価格全体の 34% を占めるまでになっている。これは 2019 年第 2 四半期末の高い比率で、この変化は様々な鉱石の経済性に影響し、具体的にはプラチナの含有率が高いメレンスキーリーフに有利な状況となっている。

南アフリカ 6E バスケット価格



資料: ブルームバーグ、メタルズフォーカス