



Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第57号 2024年1月7日

ゴールド

利回りの上昇とドル高で
2040ドル近辺まで下落

シルバー

インドの2023年のシルバ
ー地金輸入は回復せず、11
月の時点で前年比でマイナ
ス65%、3337トン

プラチナ

NYMEXのファンドマネジ
ャーのグロスポジションは
52.2トンに増え、2023年1
月17日以来最高に

パラジウム

トヨタの11月の自動車販売
は前年比114%増90万
5000台、11月までの2023
年全体の販売は前年比
107%増の940万台

貴金属の2024年の見通し

ゴールドは非常に好調な流れの中で2023年を終えたが、2024年上半期は、政策金利が市場関係者の予想よりも長期間変わらないためにゴールド価格は多少もたつくだらうというのが我々の見通しだ。とはいえ、その下落幅は限定的で一時的なものに終わるだろう。2024年半ばに金利引き下げが始まれば、今年後半のゴールドは大いに上昇気運が高まるだろう。シルバーはゴールドの動きにほぼ追随するだろうが、構造的な供給不足、豊富な地上在庫、そして中国経済の成長への不安のために投資家の関心はシルバーに向かず、金銀比価が上がることになるだろう。プラチナは今年も2023年同様にレンジから出ない取引、パラジウムとロジウムは昨年同様に下落圧力が強くかかる一年になるだろう。

ゴールド

2024年のゴールドは依然として活発な動きながらも、ドル高で多少弱含みのスタートとなった。本稿執筆時点では昨年12月の過去最高値を約90ドル下回る2040ドル近辺で取引されているが、2023年第4四半期の急上昇を考えると利食い売りが出てもおかしくなく、またゴールドを始めとする貴金属だけが年初の売りの犠牲となっているわけでもない。債券市場にもプレッシャーがかかっており、米国株式も2023年末の高値から下がっている。実際のところゴールドはよく持ち堪えており、それも中東の地政学的緊張の高まりが背景にあるからだ。

今後は、2024年上半期を通じてゴールドには下落圧力がかかるだろう。その根拠として我々は、市場関係者が予想している時期よりも、FRB最初の金利引き下げが遅くなると予想しているからである。現在のFF金利先物を見ると、最初の金利引き下げは早くも3月で、2024年末の政策金利は3.9%というのが市場の予測だが、最新のFOMC予測4.6%と12月の会議録に見られる慎重な姿勢を考慮すると、この市場予測は積極的すぎる感がある。コアインフレが当局の長期目標を上回ったままである時期に、米経済が堅調な中、当局が金利を急いで引き下げる理由が見つからないということが重要な点だ。

ゴールド価格と米政策金利予測*



*現在の政策金利と12ヶ月後の金利の差として、CMEの30日FF先物の12ヶ月後の価格を使った

資料: メタルズフォーカス、ブルームバーグ

新たな地政学的リスクが発生しなければ、金利に対する予測が調整されその結果、利回りが上昇すれば、さらにゴールドの売りが活発になる可能性もある。とはいえこの下落圧力は我々の当初の予測よりも限定的で小規模なもので終わるだろう。ゴールド価格が今より1割低い1900ドルを下回っても、サポートは手堅いと思われる。

中央銀行や政府当局の中には、ゴールドのパフォーマンスが堅固であることと、地政学的な緊張が解けないことからゴールドを買い増すところもあるだろう。過去最高となった2022年から2023年の量には達しないまでも、今年もかなりの量が買われるだろう。そしてそれが直接的にゴールド価格を支えるとともに、機関投資家の安心をも買い、特に長期的視点に立つ投資家にとっては、価格が下がればゴールド市場に参入しやすい環境となるだろう。

2024年半ばからFRBの金利引き下げサイクルが始まれば、ゴールドにとっては新たな追い風となるはずだ。実質金利の低下、ドルへの下げ圧力、システミックリスクの上昇、依然不安定な地政学的環境、加熱気味の株式市場など全てが、ゴールドへの新たな投資を誘引すると考えられ、今年後半には2100ドルあたりまで回復する可能性もある。

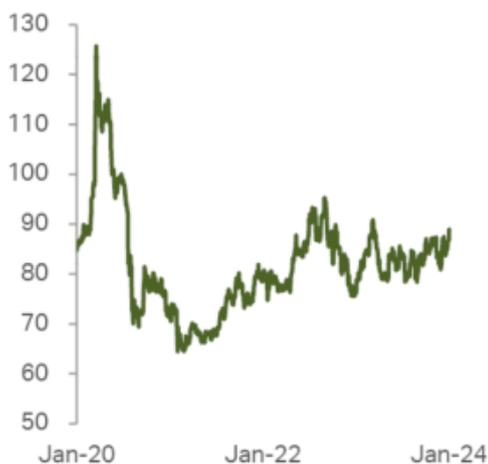
シルバー

2023年のシルバーは従来通りゴールドに沿った動きをし、上昇時にはゴールドよりも大きく上昇、下落時にはより大きく下落。しかし直近のゴールド急上昇の際のシルバーのパフォーマンスは、以前のサイクルに比べて大幅に抑えられたものだった。本稿執筆時点での金銀比価は、昨年3月以来となる、90をわずかに下回る値で、ゴールドに比べてシルバーの安全資産としての魅力はそれほど強くないことを示している。また中国経済の失速が工業用コモディティーに対するセンチメントに影響しており、シルバーもその例に漏れない。

2024年のシルバーの見通しは、やはりゴールドに追随した動きとなるだろうが、中国経済が回復しなければ投資家のシルバーへの関心はさらに削がれてしまうだろう。中国政府は経済刺激策を実施しているが、不動産市場の立て直しは進まず、それが工業用メタルにとっては逆風となっている。

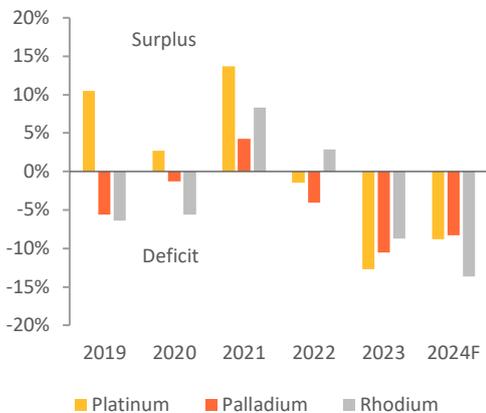
朗報としては、今や明らかなシルバーの構造的な供給不足のおかげで、金銀比価は今後これ以上上がらないはずだ。ポジティブなファンダメンタルズの多くは工業需要の強さを表しており、2021年～23年に過去最高を更新し続けた工業需要は、太陽光パネルの需要などで2024年もさらに伸びるだろう。しかし、短期的にはシルバーの地上在庫が豊富であることから、市場がタイトになることはないと思われる。

金銀比価



資料: ブルームバーグ

需要のシェアとしての市場バランス



資料: メタルズフォーカス

プラチナ

プラチナは昨年、過去 10 年で最大の供給不足となったにも関わらず、価格は 8% 下落した。2024 年は昨年ほどではないがやはり供給不足の予測であることから、価格をサポートするはずだ。しかし、昨年同様に上値レンジを出ることはないだろう。

プラチナが大幅な供給不足となる主因は、鉱山生産が伸びていないからであるが、今年も、ロシアでは溶鉱炉のメンテナンス作業が始まり、さらにバスケット価格急落のために生産会社で合理化、閉鎖、開発計画の規模縮小などの動きが起きているため、さらなる供給量の減少が懸念される。一方でリサイクルの供給は、廃触媒の不足がまだ解決していない中でも昨年よりは 13% 増える予測だ。今年の市場バランスは、化学産業とガラス産業で 2023 年のような大幅な生産能力拡張の動きがなく工業需要が弱いため、供給不足は昨年ほど大きくはないと思われる。需要は自動車触媒と宝飾品がそれぞれ 2% と 3% 伸びる予測で、その他の主要需要分野は安定しているだろう。

プラチナは長期的な展望は良好だが、価格がレンジを超えて上昇するにはいくつかの障害を乗り越えなければならない。まず、供給不足のインパクトを弱めてしまう豊富な地上在庫の存在。中国は 2021 年と 2022 年に大量のプラチナを輸入していたが、価格が上がるとともにそれも止み、価格の上昇気運に水を差した。問題の多い水素の供給サプライチェーンや株式市場もプラチナに対する投資家の意欲に影響している。しかし手堅いゴールド価格、供給不安、そして供給不足の市場などが今年はプラチナ価格を支えるだろう。

パラジウム

2023 年のパラジウム価格は、工業ユーザーが過剰な在庫を消費し新たな需要が減ったために平均で 35% 下落した。この在庫の幾分かは、そのどちらもが取り越し苦労に終わった半導体不足とロシアの供給の先行きが懸念された 2022 年に貯められたものだ。供給が 2022 年に比べて 12.4 トンも減り、需要が 7.8 トン増えたために市場はテクニカルには大幅な供給不足であったが、ユーザー側が多く在庫を有し、また多くの投資家がショートしたため、価格をサポートする力にはならなかった。

パラジウムは今後の見通しもあまり変わらないだろう。市場は供給不足だが、供給が回復し需要が多少減るため、不足量は多くない。バスケット価格が下がり続けているため鉱山会社は生産調整を行っており、またロシアの溶鉱炉のメンテナンスで供給が減り在庫が再び増えることになるだろう。以上から鉱山は減産予測だが、リサイクルは過去 2 年間のマイナスを経て今年は廃触媒が 16% 増える予測で、したがって供給全体は 1% 増えるだろう。