



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第58号 2024年1月13日

### ゴールド

米インフレデータを待つ投資家で、2030ドル近辺で安定

### シルバー

金銀比価は89となり、2023年3月以来の最高

### プラチナ

Impala Bafokeng 鉱山の労働者は12月の3日間の地下鉱山でのストに続き、出社拒否を実行し、クリスマス休暇後の操業開始に遅れ

### パラジウム

12月20日から13日間にわたって価格は連続で下落、20年を超える期間で最長

## パラジウムのショートポジションが意味するもの

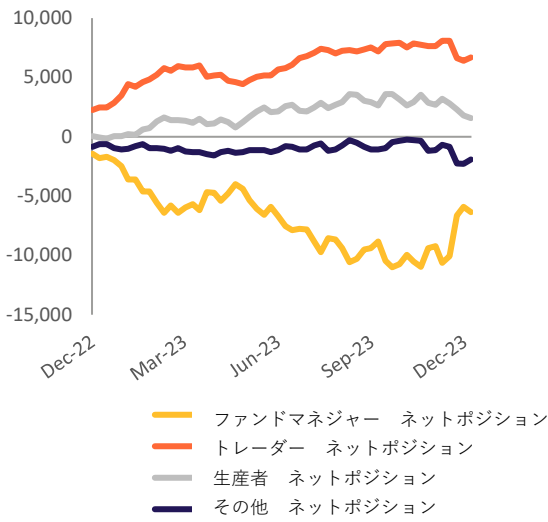
米商品先物取引委員会（CFTC）のデータを見ると、2023年を通じてファンドマネジャーのパラジウムのネットポジションは顕著にショートに向かい、8月に2017年の記録（ネットショート21.8トン）を超えて、10月半ばには過去最高となる34.2トンに達した。昨年ファンダメンタルズは良好で、32.9トンの供給不足であったにもかかわらず、この大きなショートポジションが価格下落の一因となった。

パラジウムの今後のファンダメンタルズは弱いことを考えると、これは驚きには値しないかもしれない。我々は、パラジウム市場は2025年からは供給過剰となると予測しているが、投資家はそれに先駆けて少しでも有利なポジションを確保しようとしているのであろう。パラジウムの将来性に翳りが拭えないのは自動車の電動化とリサイクル供給の増加により、需要の8割以上がエンジン車の触媒需要であるパラジウムの需要は、電気自動車のマーケットシェア拡大とともに低下している。また過去に生産された車はパラジウムを多く使う触媒装置を搭載しており、それらが廃車になるにつれて、回収されるパラジウムが増えるのは当然で、それが供給の急激な増加の背景にある。

このようなことを考えると投資家がショートポジションを増やしているのは理解ができるが、一方でその対極のポジションを建てているのは一体どこの誰なのだろうか。先物市場は取引所取引であるから、全ての取引には必ず買い手と売り手がマッチングされているはずだ。つまり過去最高となる現在のネットショートポジションに対しては、同量のロングポジションが先物市場になければならず、通常それは、価格リスクをどこか別のところで解消できるマーケットメーカーとなる。

CFTCの『Commitment of Traders report』によると、「生産者」と「トレーダー」が共に、4.9トン、20.8トンとそれぞれ大きなネットロングポジションを持っていることがわかる。ごく簡単にいうと「生産者」とはジョンソン・マッセイやBASFなどの工業ユーザー、「トレーダー」とは銀行や商社など（以降、便宜上まとめて「銀行」と称する。）である。

カテゴリ別NYMEX 先物ポジション



資料: ブルームバーグ

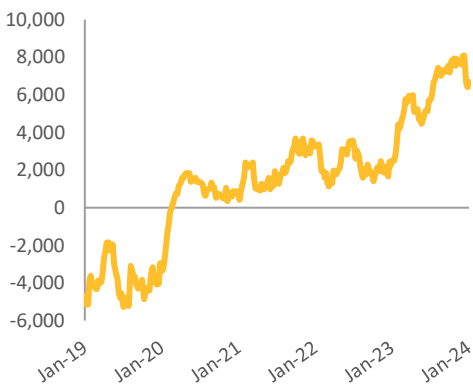
「生産者」は往々にしてロングポジションを保持することが多いが、「銀行」は普通ロングポジションをOTCマーケットでヘッジすることが多い。昨年、自動車メーカーを含む工業ユーザーは安値を利用してかなりの量の PGM (特にパラジウム)をフォワードで購入しているが、その売り手は「銀行」である。銀行はフォワードで売るが、OTCのフォワードでは全てをヘッジできるほどの流動性がないため、スポットあるいは先物市場でヘッジのための買いを建てることもある。

先物市場で投機的な売りが多いとスポットに比べて先物の値段が下がるため、時に銀行にとっては先物を買っておく方が有利になる。このためグロスもネットも共に、昨年は銀行の先物ポジションが大幅に増えたというわけだ。

現在、銀行やマーケット参加者は貸し出せるメタルを多く持っていることになるが、過去数年の間、通常メタルの貸し借りが行われな中国から西側諸国の保管庫に地上在庫が実質的に移動していることもこれに輪をかけている。供給過剰が価格を押し下げると同様に、貸し出されるメタルの量が大きく増えると、メタルを借りるコストが下がり、フォワードおよび先物価格にもそれが影響する。その他の条件を同等にすれば、メタルを借りるコストが下がれば先物価格はスポット価格に比べて高くなり、パラジウムは現在、先物とフォワード価格がスポット価格より高止まりで推移している順ざや市場にある。

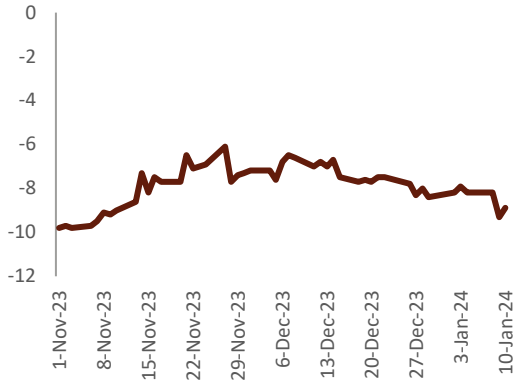
再び話をファンドマネジャーのネットショートポジションに戻すと、機関投資家がショートポジションを長期にわたって維持することはあまりない。というのはどのような資産の場合でも、ショートポジションには不利な点が2つあるからだ。まずリスクが無制限であること。ロングの場合、価格がゼロになるとリスクが最大となるが、価格はゼロ以下に下がることはない。しかしショートの場合は、価格が上がれば上がるほどリスクは無限に増大する。二つ目としては空売りする前にものを借りなければならない点で、パラジウムを借りるコストは以前から非常に高く、例えば2018年は 30% も上がっていた。(この時点ではパラジウムはバックワーデーション、つまり先物価格がスポット価格よりも低い状態だった。)

トレーダーの ネットポジション



資料: ブルームバーグ

March 買いとJune 売りでのディスカウントの推移

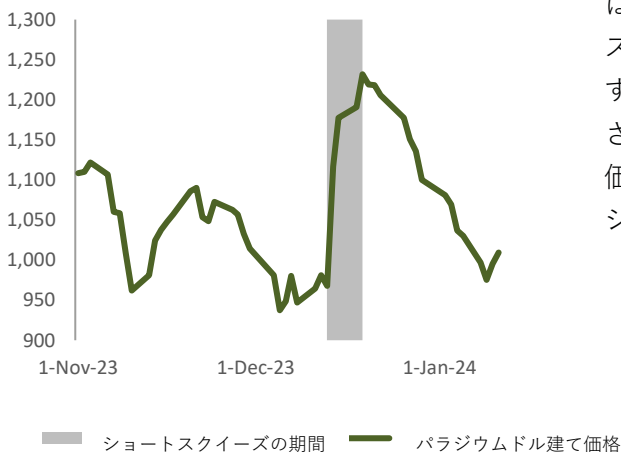


資料: ブルームバーグ

しかし現在、パラジウムのショートポジションに関しては「非対称性の利益」（つまり情報があるかないかの違いで生じる利益）があるとされている。パラジウムの弱気市場は避けられないという認識から、投資家は価格が上昇した場合の無限のリスクに対してはほとんど心配していないようだが、一方で市場は急激な順ぎやでショートポジションをロールオーバーすればネットで利潤が出るポジティブビルドになっている。直近のコントラクトを買い戻し、同時に先のコントラクトを高値で売る。例えば今、3月物をショートしている投資家はそれを買い戻し、6月物を売れば（つまりショートポジションのローリング）約9ドルの利益があり、年間にして約4%弱の利率になる。したがってネットでパラジウムをショートしている投資家はより長い期間ショートを保持していても平気なわけだ。しかしロールオーバーに有利な状況であっても、投資家は究極的にはロールオーバーコストではなく価格の今後の予想に基づいて行動するわけで、ショートスクイズが起きないという保証はない。

では、こういった状況はより広い意味でのパラジウム市場にとってどういう意味を持つのだろうか。第一に、昨年自動車メーカーがフォワードで購入したパラジウムは相当な量に上ることがわかっており、これが通常の需要を減らす方向に作用してパラジウムの価格を押し下げる。第二には、メーカーはフォワードで購入したパラジウムを大量に抱えながらも現在の価格は下がっているため（2022年の高値よりもパラジウムは70%、ロジウムは85%下がっている）、銀行はクレジットリスクの上昇から、これ以上パラジウムを売らない可能性がある。第三に、健全な順ぎや市場が続く中で、パラジウムのショートポジションを保持する機会損失コストが減り、ファンドマネジャーらはショートポジションをより長くキープすることができる状況となる。

12月のパラジウムのショートスクイズ



資料: ブルームバーグ

最後に第四点目として、以上の状況とパラジウムの今後のファンダメンタルズの弱気展望からして、我々は2024年度中もネットショートポジションが続く可能性があると予測しているが、つまり市場は、2023年12月半ばに30%も乱高下したようなショートスクイズの懸念に常に晒されるということだ。しかし、パラジウム価格はすでに高値から70%も下がった後にリバウンドしたことを思えば、さらなる下落幅がどの程度なのかを予測することは困難だ。今の低価格で利益が出る可能性が低いことを考えると、今後ショートポジションの記録が更新されることは少ないのではないだろうか。