



Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第61号 2024年2月4日

ゴールド

中東の緊張の高まりで安全資産に注目、2030ドル近辺で取引

シルバー

CMEのファンドマネジャーポジション、14週間ぶりにネットでショートに

プラチナ

GMとホンダ、共同工場での燃料電池自動車の生産開始

パラジウム

ノリリスクニッケル、地政学的緊張と溶鉱炉のメンテナンスで2024年のパラジウム生産は12%減って、数十年ぶりに少ない74.6トンと予測

PGM 鉱山の継続はコストではなく収益次第

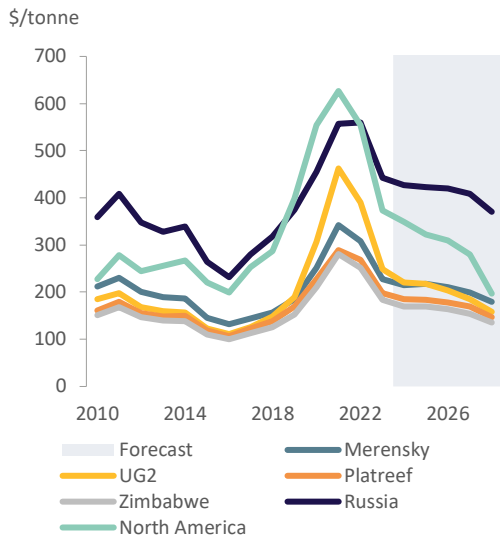
多くの PGM 生産会社は PGM バasket 価格が 2023 年に前年比で 38% 下落したことで収益の悪化に苦しんでおり、我々の推測だと現在のスポット価格で、世界の PGM 鉱山生産のほぼ半分は、総コスト (AISC) ベースで赤字生産である。2024 年の PGM 供給は、各社がこの価格下落にどう対処するかによって変わることになるだろう。低い価格のプレッシャーに耐えられずに市場から退却するか、あるいは生き残る少数が享受できる利を求めて生産を維持するのか？

どの PGM 鉱山が生産を停止する可能性があるかを明確に指摘することは容易ではない。金鉱山と違ってほとんどの PGM 鉱山は多金属鉱山で、どれか一つのメタルが鉱山生産の経済性を決めるわけではないからだ。ゴールド市場の下落局面では最もコストが高い金鉱山が価格の下落に大きく影響を受けるが、PGM 鉱山の場合は複数のメタルを組み合わせた生産体制であるため、必ずしも全体の生産コストが高い鉱山が最初に閉鎖に追い込まれるとは限らない。たとえコストが高くても、その特定の PGM が競合相手よりもより多くの収益を生んでいる事もあり得るからだ。

収益悪化を受けて PGM 鉱山会社はコスト削減対策を実施し始めた。手始めとして多くの場合本社の事務部門のコスト削減を行い、続いて開発プロジェクトの中止あるいは延期、そして生産維持コストの削減と続く。つまり鉱山寿命を短縮してでも現在の生産コストを減らす努力を行う。そして最後の手段として、生産コストが高い鉱山の立坑の閉鎖、次に全体の一時的な閉鎖が検討される。特にこのサイクルの中では ESG 関連の作業 (脱硫施設など) も止められることが多い。

多くの PGM 生産会社は健全な財務状況と豊富な資金に支えられて記録的な利潤を上げていたのだが、今や単に Basket 価格に影響を受ける体質に変化している。コスト削減策として最初に生産停止に追い込まれたのは主な鉱山は Pilanesberg 鉱山だった。

現在の鉱脈価値



資料: ブルームバーグ、メタルズフォーカス

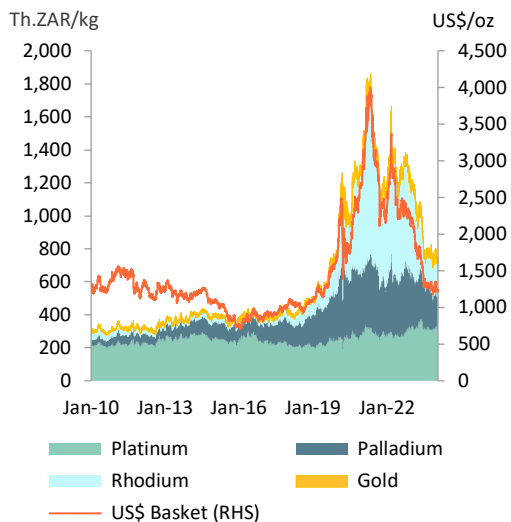
同鉱山は収益の低下に加えて、法人オーナーである Sedibelo Resources が資金繰りに苦しんだ事も背景にあり、より規模の大きい生産会社はまだこのような問題には直面していないようだ。

鉱山生産の収益のほとんどをパラジウムに頼る鉱山会社は、パラジウム価格が2023年に前年比で37%下落したため、さらに大きなプレッシャーを受けている（そのような生産会社は全世界の鉱山供給の約1割ほどにとどまるが）。しかし、価格がどれほど下がった段階で生産を止めるべきなのかという判断には複雑な要因が絡んでいる。例えばイムプラッツの2022年度の決算報告書を見ると、同社はカナダの Lac des Iles 鉱山の採算が取れるバスケット価格の下限を約1160ドル/オンスとしていた。が、一年後の2023年度の決算報告書ではその3分の1、850ドル/オンスでも十分利益が出ているとしている。しかもより低い価格でも採算が取れたのはコスト削減によるのではないのだ。実際、採掘と加工のコストは3%増えて67ドル/トンに上がっている。バスケット価格が下落しても採算が取れたのは高品位の鉱石が加工できたことと、コスト高の鉱区の生産を取りやめたからであって、その結果、イムプラッツの鉱量は35%、約31.1トン減り、鉱山寿命は5年削られた。

世界のパラジウム生産の約4割を生産するノリリスクニッケルの状況も複雑だ。最新となる2023年上半期の財務報告書によると、ノリリスクニッケルのメタル販売による利益は21%減り、18億ドルの減益となっている。経済制裁によって販売と物流経路の再編成を強いられたことがその背景にあるのは確かだが、それよりもパラジウム価格の下落の影響が大きく、同社はさらにニッケル価格の下落にも直面した。2023年のニッケル価格は前年比でマイナス15%で、それほど大きく下がってはいないのだが、今も下落が続いており、2023年の平均からさらに23%下がっている。2024年はインドネシアのニッケル生産が伸びるとされ、ノリリスクニッケルは市場が供給過剰になるとしている。同社は2021年に、2030年以降も124.4トン以上のパラジウム生産を目指すとしていたが、現在のマーケットの状況と地政学的な要因から、同社の2030年までの生産は84.0トンほどにとどまると我々は予想している。

南アフリカでは収益を出している生産の半分は西リムに集中しており、生産停止の可能性が高まっている。地下深い Zondereinde 鉱山などを除き、この地区の鉱山のほとんどは同じ鉱体を採掘しているため、現地コストはほぼどこでも120ドル/トンだが、コストが同じでも鉱石の価値は大きく違う場合がある。特に露天掘り鉱山の場合は高品位の鉱区を狙って柔軟に採掘計画を立てられるが、UG2リーフやメレンスキーリーフではそれはできない。下がったメタル価格に対応するために採掘計画を変更するにはコストが高く採掘期間が長い立坑を戦略的に停止していかなければならない。

南アフリカの 4E 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

UG2 リーフは、今最も高価な PGM であるロジウムとイリジウムを通常の 2 倍含んでいる。昨今のロジウム価格の高騰のおかげで UG2 リーフの収益はメレンスキーリーフのそれを常に上回り、UG2 リーフで生産活動をする鉱山会社は収益が最も高いグループに属している。しかし、昨年はプラチナ価格が下がらなかったのにロジウム価格が下がったため、プラチナを多く含むメレンスキーリーフの収益が上がり、UG2 リーフとの差が大きく縮まった。現在、スポット価格では UG2 リーフの現在の資源量の価値はメレンスキーリーフよりも約 6% 高いだけにとどまっている。

我々は今後 5 年間でプラチナ価格はロジウムに対して上がると見ており、メレンスキーリーフの価値は 2026 年あたりには元の水準に戻るだろう。したがって西リム UG2 リーフの収益に対するプレッシャーはさらに強まり、コスト削減のための生産停止の可能性が高くなると思われる。しかし今後の価格の推移を推測するには不確定要素が非常に多く、ロジウム価格は変動が大きいいため収益が短期間で増減する確率が高いのだ。例えば、中国のグラスファイバーメーカーによる在庫の放出はロジウム価格の急落をさらに大きくしたが、この動きは今後もまだ行われるとされている。したがってどの南アフリカの鉱山が生産停止に追い込まれるのかという問題は、工業ユーザーが持つロジウム在庫に影響される可能性がある。

生産停止にはマーケットの状況だけが背景にあるわけでもない。キャッシュフローが滞れば、生産の中断から立ち直る余力が限られる。イムプラッツは最近、Bafokeng で山猫ストが起こったことを公表したが、これについて、「PGM 産業全体の経済的な安定が脅かされている中で、Impala Bafokeng で起こったこの違法な抗議行動は、生産活動に不要な圧力をかけ雇用の維持を困難にさせるものだ。」としている。

西リムで操業をする Impala Lease、Amandelbult、Marikana などには経済的なプレッシャーがかかっているが、多くの生産会社が一気に供給を止めるのは生産活動の中断がきっかけになるかもしれない。山猫ストを予見するのは難しいが、そのような抗議活動の頻度は増えているからだ。さらに南アフリカでは今年総選挙があり、エスコムの計画停電もまだ続いている中、コミュニティの治安や労使関係が悪化することも考えられ、それが鉱山生産の中断、そして既に業績が悪化している鉱山業界にさらなる打撃となる可能性がある。