



Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第106号 2024年12月14日

ゴールド

中国人民銀行は6ヶ月間に渡って金の購入をしなかったが、11月は5トン購入と報告

シルバー

10月の世界の半導体販売高は前年比で22%増えて569億ドル

プラチナ

加 Teralta Hydrogen Solutions は水素の生産、貯蔵、輸送の強化のために Loop Energy を買収

パラジウム

11月のインドの普通乗用車販売は前年比マイナス14% 32万2000台

目まぐるしく変わるヘッジ取引の環境

2024年はゴールド価格が史上最高値を何度も更新、シルバーも2013年来の高値となったにも関わらず、両メタルのヘッジ取引は大きく減り、1年前とのあまりの違いに驚くばかりだ。ゴールドのヘッジ取引は2023年の約6割減、シルバーのヘッジ取引は数十年來となる規模に縮小してしまった。

2023年は鉱山会社のゴールド売りヘッジが2014年以降では最も大きく67トンも増えて238トンになったが、それも一転、2024年第3四半期までには42トン減って197トンになった。ゴールド価格は高いままで今も2700ドル近辺(4210豪ドル)、フォワードカーブは順ぎやのままと、ヘッジ取引には有利な状況であるにも関わらず、だ。多くの鉱山会社は価格が上昇しつつあった2023年に盛んにヘッジ取引を行ったが、ゴールド価格がさらに上がるとされる2025年を前に、2024年は取引を控えた様相だ。価格上昇局面ではオプションのコストが上がり、オプションによるヘッジの利点が限られてしまうからで、インプライドボラティリティーも2024年初めから第3四半期までには約5倍の16%まで上がったが、これもオプションのプレミアムを押し上げる要因になり、鉱山会社がヘッジ取引に消極的になったと考えられる。

さらに鉱山会社によるヘッジの買い戻しと業界再編も、ネットの買い戻しになった要因の一つで、この背景には建設段階のプロジェクトが操業段階に移ったこと、買収や合併、借入金の最終返済、倒産などさまざまな状況がある。

鉱山会社は、プロジェクトの建設段階など多くの資金が必要になる時期のキャッシュフローを確保する目的でヘッジ取引を行うことが多いが、プロジェクトの操業が始まればその必要はほとんどなくなる。米Coeur MiningはRochester 鉱山の拡張を無事終えた2024年第2四半期にヘッジ取引を解消した。

ゴールド価格とボラティリティー



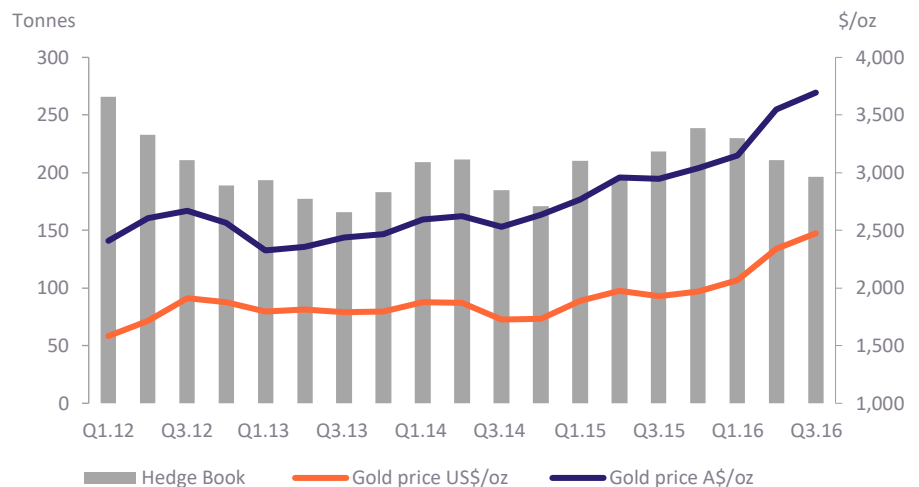
出典: ブルームバーグ

アフリカの Endeavour Mining は、セネガルの Sabodala-Massawa で BIOX 工場、コートボジワールで LaFigué 鉱山を建設しているが、ヘッジ取引は多いときで 34 トンを超えていた。その後 10 トンに減り、うち 4 トンは 2024 年第 4 四半期終わりまでに供給され、残りは 2025 年中に供給される計画だ。

今年是企业の買収合併もヘッジ取引に影響を与えた。カナダで Argonaut Gold を買収した Alamos Gold は、ヘッジ取引コントラクトの半分に当たる 5.6 トンを買戻した。オーストラリアでは Red 5 (現 Vault Minerals) が Silver Lake Resources との合併後にヘッジ取引の再構成を行った。シンジケート団からの借入金は返済したが、それに関連するフォワードコントラクトは Silver Lake が持っていたヘッジ取引と共に一つの独立したヘッジ取引に組み替えられ、今期末の時点で 8 トン未満のヘッジポジションが残っているだけだ。

今年のヘッジ取引には投資家のセンチメントの影響も考えられる。かなりの生産量が低い価格のヘッジ取引で売られたことに対し、投資家の間には不安が広がっているとされる。例えば、2024 年第 3 四半期末の時点で、Alkane Resources は平均ストライクプライス 2842 豪ドル/オンスで売られた 2.5 トンのゴールドフォワードコントラクトを持っているが、これは第 3 四半期末の豪ドル建スポット価格、3811 ドルを 969 ドルも下回っている。Alkane はそのため、2025 年～2027 年度の生産の大部分に対してヘッジ取引なしのストライクプライス 3000 豪ドルでプットオプションポジションを建てている。

2020年第1四半期～2024年第3四半期のゴールドヘッジ取引



出典: ブルームバーグ、各社決算報告書、メタルズフォーカス

シルバー価格とボラティリティー



出典: ブルームバーグ

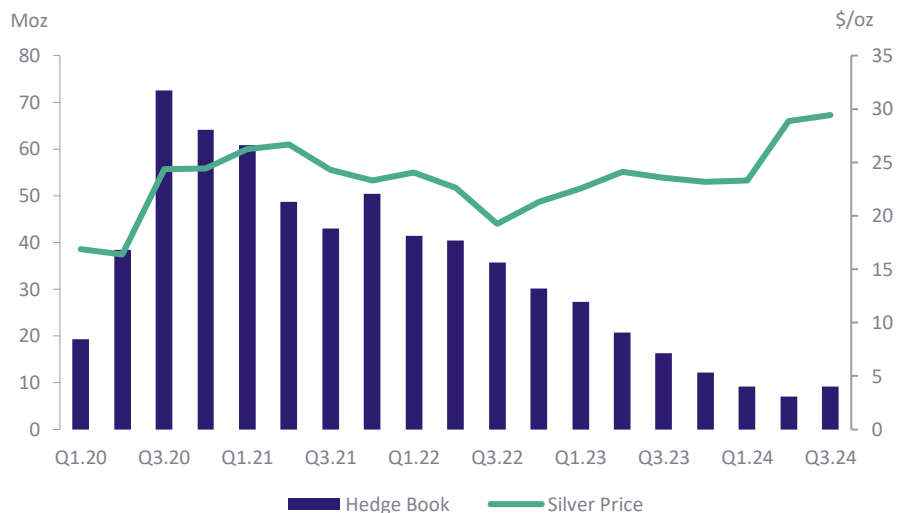
このような状況に対する投資家のセンチメントは、昨今 Northern Star Resources が 4000豪ドルという高いストライクプライスでもヘッジ取引を2 四半期の間、増やしていないことにも表れているのかもしれない。同社のストライクプライス 2733豪ドル/オンス という既存のヘッジ取引が、第3四半期の平均ストライクプライスを3208ドルにまで押し下げたが、これは 豪ドル建スポット価格をかなり割っている。

一方シルバーでは、2024年上半期の間ヘッジ売りの買い戻しが続き、第2四半期は数十年ぶりに低い 131トンになった。従来、シルバーのヘッジ取引はベースメタルと産金企業が主だったが、2024年も同様だ。実際、Coeur Mining がヘッジ取引を第2四半期に解消した後は、シルバー生産会社によるヘッジ取引はない。直近の新たなプロジェクト計画もないため、キャッシュフローを確保する必要性は低いようだ。

従来、ベースメタルの生産会社はスポット価格が上がり始めるとシルバーの生産コストを下げて副産物となるメタルの収益を確保するために、シルバーのヘッジ取引を行っていた。しかし、今年は第2四半期にスポット価格が 25 ドルを超えるまでそういった動きはなく、KGHM が第2四半期に、Peñoles が第3四半期に実施した。第3四半期末の鉱山会社のシルバー売りヘッジは 264トンで、2020年に始まった減少傾向がようやく上向いた。

来年のゴールドとシルバーのスポット価格は年後半に下がるまでは続伸するという予測を考えると、様々なシナリオ下でのヘッジ取引が可能だが、多分2025年の初めは、鉱山会社が、価格が下落する前の高い価格で生産の収益を確保するためにヘッジ売りをする時期が続くだろう。

2020年第1四半期～2024年第3四半期のシルバーヘッジ取引



出典: ブルームバーグ、各社決算報告書、メタルズフォーカス