



Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第107号 2025年1月11日

ゴールド

インド政府、11月のゴールド輸入額を148億ドルから98億ドルに下方修正

シルバー

金銀比価は11ヶ月ぶりに91をつけた後、88まで下落

プラチナ

CME ファンドマネジャーネットロングポジションは3ヶ月ぶりにネットでショート13.1トンに

パラジウム

中国の2024年度の自動車販売高は5%増えて2290万台。新エネ車は増加、エンジン車は15%減

貴金属—2025年の展望

2024年に驚異的な上昇を続けたゴールドは、不安定な世界経済と地政学リスクの高まりを受け、機関投資家が守りの姿勢を固めていることを反映して、今年も強気で3000ドルまで上がる見通しだ。公的機関のゴールド購入もそれを後押しする。シルバーは旺盛な工業需要と構造的な供給不足を背景に概ねゴールドの動きに追随するだろうが、投資家は工業用メタル全般に対して慎重なことから予想を超えるような大きな上昇は実現しないだろう。プラチナ、パラジウム、ロジウムは今年もほぼ昨年と変わらないパフォーマンスの予測。

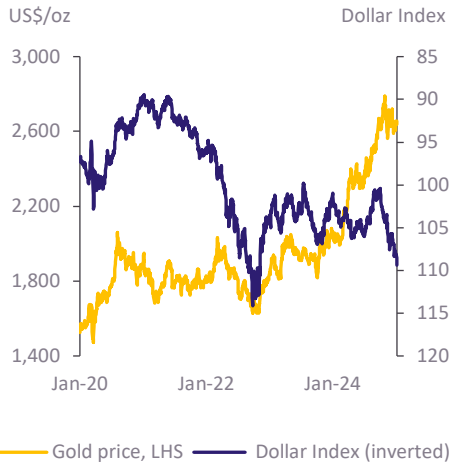
ゴールド

2025年明けのゴールドは2600ドル前半から半ばまでの範囲で動いている。2024年の大きな上昇率を考えると価格調整期間が来ても驚くことではなく、また例年この時期はゴールド価格を支える要因が多少なりとも弱まる期間でもある。今年の米国の利下げペースが緩まる見通しが広まるに伴って、米国債利回りもドルも上昇中だ。

今後の見通しとしては、短期的には利下げペースの緩和とドル高がゴールドに対する逆風となるだろうが、その他のマクロ的経済要因はゴールドに有利であることに変わりはなく、それがゴールドを3000ドルラインまで押し上げる要因になりうる。

深刻化する米国の債務問題は今後も投資家がポートフォリオの分散を進める力となるだろう。トランプ次期大統領が財政拡張をより積極的に進めるとされることでこの懸念はさらに高まっており、米国債とインフレへの影響も大きな不安材料だ。また中国経済の先行きと政府が元安を容認する可能性も、投資家が安全資産に向かう背景になるだろう。

ゴールドとドルインデックス



出典: ブルームバーグ

米国の利下げは緩まるとはいえ、利下げがないわけではなく、なかなか下がらないインフレ率とともにこういった状況が実質金利の低下につながるだろう。中東の地政学リスクも早い時期に下がる可能性は低い。トランプ次期大統領の関税引き上げ計画も大きな不安材料であり、これら全てを含めると、2025年も投資家が安全資産であるゴールドに向く流れは弱まらないだろう。

一方、公的機関のゴールド購入が価格を支える状況は今年も続くと考えられる。2022年以降は公的機関の旺盛な購入がゴールド価格を支えた場面が多々あった。地政学リスク、米国の債務超過、昨今の良好な価格パフォーマンスなどを見れば、ゴールドがいかにポートフォリオの分散化を図るために魅力的な資産であるかがわかる。トランプ氏の提案している貿易政策がさらなるドル離れを生じさせる可能性を考えると、このような状況は今年も大きく変化することはないだろう。

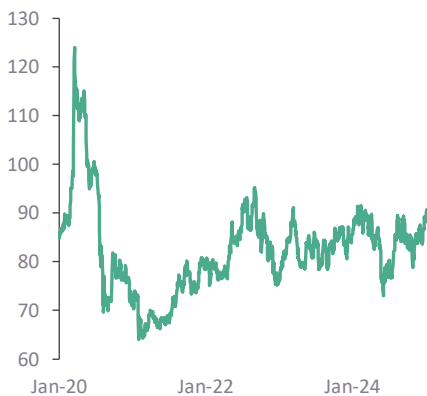
しかしながら、ゴールドはたとえ3000ドルのラインに行き着いたとしても、それ以降も強気を維持できるのかと問われれば、それはわからない。2025年後半までには上述のポジティブ要因は価格に織り込み済みになるはずで、その時点でマーケットは「危機疲れ」、ロングポジションは過剰気味になるかもしれない。従って、年後半には下落が始まるだろうが、経済不安と地政学リスクの存在で価格が大きく下がることはないだろう。

シルバー

2024年のシルバー市場は4年連続で構造的な大幅供給不足となったが、それを支えたのが旺盛な工業需要と安定した供給だ。それにも関わらず、こういった強い現物市場の条件が価格を押し上げる要因にはならなかったのは豊富な地上在庫で現物が不足しなかったためだ。

それに代わって昨年のシルバー価格を動かしたのはゴールドと同様に経済的な要因で、シルバーをゴールドにレバレッジをかけたものとして捉えた投資家が多かった。この傾向は金銀比価にも現れており、昨年は2022年以降変わらないままの80から90の範囲に終始した。

金銀比価

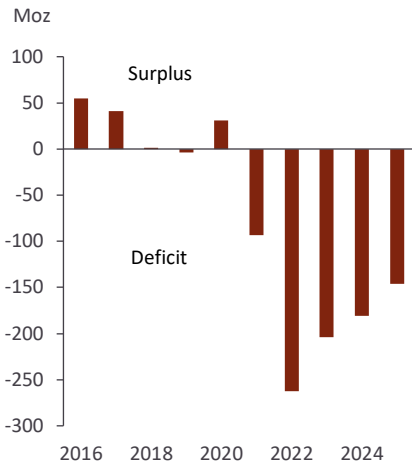


出典: ブルームバーグ

今後の展望としては、ゴールド価格に影響する要因がシルバーにも影響し、今年前半は30ドル半ばまで上昇するだろう。しかし、シルバーの工業需要は底堅いにしても、工業用メタル全般に対する投資家の態度はトランプ政権下の関税引き上げ政策とそれがもたらす世界経済の動向に左右され、その心理的な重みでシルバーのパフォーマンスは予想を大きく上回ることはないだろう。

今年後半にゴールドの勢いが弱まれば、シルバーにも重圧が及ぶだろうが、安定した需給ファンダメンタルズのおかげでシルバーは大きく下落する事態とはならないだろう。

シルバーのマーケットバランス



出典: メタルズフォーカス

トランプ氏の経済及び貿易政策を取り巻く暗雲があっても、構造的な要因がシルバーの工業需要を支え、マーケットは供給不足の状況を維持できるだろう。そして地上在庫が減っていくにつれて、シルバーの本来のファンダメンタルズの強さが認識される時が来るはずだ。

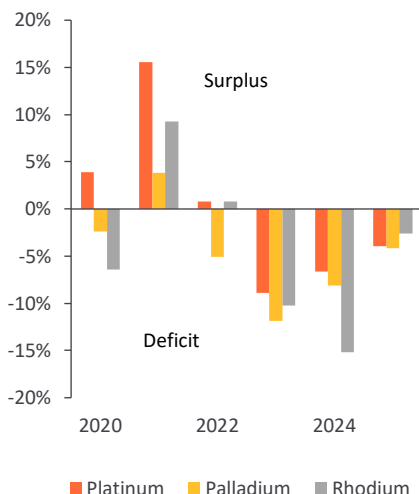
プラチナ

昨年、プラチナは過去9年間で2度目となる供給不足(16.0トン)となったが、平均価格は1%下がって956ドルで、2022年の平均961ドル、2023年の平均965ドルとあまり変わり映えしない。プラチナは自らの首を絞めている感のあるレンジから抜けられないパターンには陥っており、3年連続となる供給不足(9.3トン)が予想されている今年も同じ状況になるのではないだろうか。

プラチナが供給過剰(2021年の31.1トンがピーク)から供給不足に転じたのは、バスケット価格の下落による鉱山生産の急減と廃車のリサイクル網の混乱によるリサイクル供給の減少、そして自動車触媒でパラジウムの代替としてのプラチナの需要が増加したことが背景にある。しかし、この供給不足も今年は前年よりも縮小する予測だ。今年の鉱山供給は収益悪化のため前年比で2%減の見込みだが、リサイクル供給は逆に12%増加する予測だ。(それでもリサイクル供給は2021年の水準を16%下回る。) 需要予測はガラス産業のプラチナ需要が大幅に減るために全体で前年の2%減。ガラス産業では2024年のような中国の液晶ディスプレイ用ガラスの生産拡大が期待できないため、プラチナの需要は12.0トンも減る予測だ。自動車と宝飾品のプラチナ需要は伸びが期待でき、どちらも2%増えるだろう。

プラチナに対する我々の展望はここ数年間あまり変わっておらず、供給不足が支える長期的展望は良好だが、豊富にある地上在庫のおかげで足元の価格が釣り上がることはない。今年も投資家は900ドル近辺で買ったプラチナを900ドル越えて売るというパターンを続けるだろう。また、価格が下がったところで輸入を増やすという中国の動きも変わらないと思われる。従って、プラチナ価格は2025年も再びレンジから出ない動きに終始するだろう。

需要の割合から見たPGMのマーケットバランス

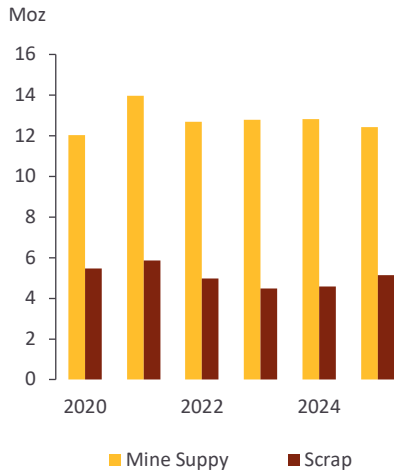


出典: メタルズフォーカス

パラジウム

2024年のパラジウム価格は前年から26%下がり、2021年以降の平均下落率は59%となった。縮小はしたがそれでも25.3トンという大幅な現物不足にも関わらず、このようにパラジウム価格が下がっているのは、ほぼ1年間の需要に相当する地上在庫も考えると、供給不足はマーケットにほとんど影響を与えていない。投資家センチメントが明らかな弱気から変わっていないのは、いずれ自動車の電動化は避けられず、これがパラジウムの衰退をもたらしているとされるからだ。投資家ポジションもこれを反映して昨年は平均31.1トンのネットショートだった。

PGM 鉱山とリサイクル供給



2025年は供給不足がさらに縮小して 12.4 トンとなる予測で、売りが減れば価格の下落を多少抑えることができるだろう。

2025年のパラジウム市場が、縮小はするが依然として供給が不足する予測になっているのは自動車需要予測が3% 減るからだ。12% だった世界の自動車の電動化率は、今年は 15% に増え。エンジン車の生産は減少見込み。鉱山供給はバスケット価格の下落が影響して 4% 減の見通しで、シバニエ・スティルウォーターは米国でのパラジウム生産を 6.2 トン減産するなどコスト削減を進める。逆にリサイクル供給は廃触媒のリサイクル網の問題が解消して 13% 増える予測。

我々は今年のパラジウム価格は比較的安定すると予想している。若干の現物不足、OEM 在庫の放出、そして先物ショートカバーがちょうどバランスを保つと考えられるからだ。鉱山あるいはリサイクル供給の予測がさらに減れば、価格が上がる可能性があり、マーケットではショートスクイーズが起こるかもしれない。

出典: メタルズフォーカス

ロジウム

2024年のロジウムは、パラジウム同様に2010年以降で最も多い供給不足となったが、価格は前年比で 30% 下がって平均 4637ドルだった。ロジウム価格のボラティリティはこれまで非常に大きかったが、昨年は 4325 ドルから 4825 ドルと、わずか 500ドルの変動幅だった。2020年から2021年の間は 1 ヶ月の動きがこれ以上になった時が多々あったことを考えると、昨年は比較的安定していたと言える。

今年のパラジウムは供給不足が 0.84 トンに減る予測で、パラジウム同様に自動車需要の減少、廃触媒のリサイクル量の増加、昨年が生産能力拡大サイクルに当たったガラス産業で今年は拡大がなく需要が減ることなどがその要因だ。化学産業でも2024年は生産能力拡大に伴ってロジウム需要が大きく増えたが、今年はその予定はなく需要が大幅に減るだろう。ロジウム価格の動きは、昨年同様に今年も安定が続くだろう。供給不足幅の縮小、地上在庫の多さ、OEM 在庫の動向の影響が少ないことなどが背景だ。しかし、価格が上昇すれば電動化を背景とした長期的な展望の弱さから売りのチャンスとなるだろう。従って、2025年のロジウム価格は横ばいというのが我々の予測だ。