



Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第 147 号 2025 年 10 月 20 日

ゴールド

米中貿易摩擦とFRBの利下げ期待で4270ドルの最高値

シルバー

過去最高まで上がった1ヶ月リースレートは落ち着くも20%近くで依然として高水準

プラチナ

プラチナ価格は年初から9割以上も高い1700ドルで取引

パラジウム

スティランティスは北米での生産を増やすために4年間で130億ドル投資

シルバー市場、スクイーズで荒れる

先週10日の金曜日、シルバー市場は前例のない状況に直面した。CMEの先物市場が記録に残る中で最も急激なバックワーデーションになり、短期リースレートも一時期200%近くにまで急上昇したのだ。今はどちらも落ち着いたが、依然水準は高いままだ。シルバー価格が過去最高値を更新する中で、リースに頼るユーザーにとっては大問題だ。

何が直接のきっかけであったにせよ、この状況は根本的にロコ・ロンドン・アカウントの現物が不足していることに関連している。ここ数ヶ月のロコ・ロンドンのシルバー保管量が鉱山生産1年分に近い2万4581トンに増えていただけに、なぜこのような状況になったのか不可解に思う読者もいるかもしれない。

この異常事態の大きな原因はロンドンの在庫の大部分が上場取引型金融商品(ETP)に割り当てられていることだ。9月末の世界のETP残高は2024年末から19%増えて3万8315トンで、このうち2万338トンがロンドン市場で取引され、シルバー在庫の実に83%に相当する。全てのシルバーETPは現物が原資となっているため、ETPのシルバーを貸し出すことはできない。

例えば2021年2月のRedditがきっかけとなったスクイーズの時にはロンドンのシルバー在庫の68%がETPにアロケートされ、2020年末時点の64%から増えたため懸念が生じた。アロケーションの割合は2021年末までに59%に減ったため不安解消となったが、これを見ると今いかに逼迫している状況なのか明らかなだ。

ロンドンの現物不足はまた、CMEの保管庫で現物を保管するニーズが増えていることとインドの需要成長も関係している。CMEのシルバー在庫は今年初めに関税懸念から1万6491トンと過去最高になった。これはロンドンから輸入された分を大きく上回っているため、他の地域からの輸入や、取引所以外の保管庫のシルバーもCME保管庫に移された可能性が高い。

シルバー価格と 1 ヶ月リースレート



出典: ブルームバーグ

これらの在庫の偏在は徐々に解消されると考えられていたのだが、今のところそうはなっていない。CME 在庫は年初に急増した後もあまり減っていないが、それはメタルに対する関税懸念のおかげで、ロンドン在庫を使ってシルバー先物のヘッジができなくなるという不安があるからで、その結果スポットと先物のスワップレート(EFP)が広がっている。また、今年のCME 保管庫へのシルバーの動きは、コロナ禍で物流や精錬所の閉鎖などでEFPが上がった2020年の時よりも、はるかに極端であることも指摘しておきたい。

関税に対する不安はまだある程度残っている。シルバーは、4月のいわゆる「解放の日」の関税リストには含まれていなかったものの、米国商務省が発表したセクション 232の草案には重要鉱物の候補にある。これまで草案に含まれたメタルは最終案に残っていたが、それは必ずしも即座に関税対象とは限らない。米国の産業における輸入シルバーの重要性和コスト上昇が産業に与える打撃を考えれば、我々はかなり高い確率で、シルバーは関税対象にならないと考えている。しかし、まもなく発表されるはずだった政府の最終案が政府閉鎖で遅れるなど、はっきりしない環境が長引いていることで、CME 保管庫からシルバーを出しづらくなっているのだ。

しかし、シルバーが関税対象になるかどうか、あるいはあらゆる制限から免除されるかどうかどちらになるかに関わらず、リスク管理そのものが変わったという点こそが重要であろう。EFPが極端に大きく広がった以前の例と不透明な米国の貿易政策を踏まえると、ショート先物ポジションの裏付けのために国内の保管庫に現物を確保しておく行為は今後も続くのではないだろうか。

足元の市場ではようやくCMEのシルバー在庫の一部がロンドンに戻る動きが出てきた。EFPがネガティブになるほど市場の逼迫は深刻で、米国からロンドンへ移されるシルバーは、チャーター便を含む空の便が使われている。本稿執筆時までに、CMEの在庫はピーク時から590.0トン減ったが、最終的にどれだけのシルバーがロンドンの保管庫に届くかは不明だ。

ロンドン市場の現物不足のもう一つの大きな原因はインドの旺盛な需要。ドル建てシルバー価格よりもかなり前にルピー建てシルバー価格は史上最高値に達していたにもかかわらず、投資家の購買意欲は大きく膨らみ、インド国内のプレミアムは前例のない水準にまで上昇していた。英国などからシルバーの空輸が増えて、9月のシルバー地金輸入は800トンと1月以来最も多くなり、さらに10月の輸入量も非常に多くなる見込みだ。

シルバーをなんとしても入手しようとする動きは保管庫間の移動だけに止まらない。過去18ヶ月で、欧州や北米の市場では銀器のリサイクルと個人投資家によるシルバーの売却が増えており、それは特に米国で著しい。しかし、高品質の精錬加工を行える設備が不足しているため、リサイクルされたシルバーが市場に戻るには時間がかかっているのが実情で、地上在庫は予想ほどには増えていない。

結局のところ、構造的な供給不足が続いていることがシルバー市場逼迫の最大の要因である。シルバー市場は長い間供給過剰だったが、2021年から現在まで供給不足が続いており、地上在庫はこの5年間で推定2万2900トン減っている。

このような継続的な在庫減少に加え、ETP に対するアロケーションが増えたために市場で利用できる地金が減って逼迫を強めているのだ。我々は2026年もシルバーは供給不足が続くだろうが、その規模は現在よりは縮小すると予測している。シルバー価格は来年もETPを含む新たな投資資金が流入し、新たな高値更新となるだろう。したがって、ロンドンにどれだけのシルバーが集まるかによって市場では再びスクイズが起きる可能性があることになる。

ロンドンのシルバー在庫と CME 保管庫の在庫

