



Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第 152 号 2025 年 11 月 21 日

ゴールド

発表が遅れて今週木曜日の米非農業部門雇用者数データを待つ投資家で4100 ドル近辺で取引

シルバー

金銀比価は 1か月ぶりに 80 以下に

プラチナ

Ivanhoe Mines は新しい Platreef PGM 鉱山を稼働、今年第 4 四半期に生産開始予定

パラジウム

Impala Canada は来年 6 月に閉山予定だった Lac des Iles 鉱山のパラジウム生産を 2027 年夏まで延期と発表

シルバー市場は 5 年連続の 構造的な供給不足

シルバー価格は今年に入って何度も最高値更新を続けながら、10 月には 54.48 ドルをつけるなど、目覚ましいパフォーマンスを見せている。米国の政策を取り巻く不確実な状況、世界の経済成長の鈍化見込みなどがこの背景にある。その一方で、関税をきっかけに米国へ現物が流出して加速化されたロンドン市場の現物不足、インドの力強い需要、ETP 取引量の増加などが幾度もシルバー価格を押し上げた。市場の逼迫を生んでいるのはこのような要因に加え、シルバー市場が 5 年連続の供給不足にあることも大きい。先週ニューヨークで開催された Silver Institute Interim Dinner にて、メタルズフォーカスの Philip Newman と Sarah Tomlinson が行ったプレゼンテーションは、こういった内容をカバーしたものとなった。

シルバーのファンダメンタルズをさらに詳細に分析してみると、今年の世界のシルバー需要は主要分野全てが減速し、4% 減る予測だ。2022 年～2024 年にかけて過去最高を更新してきた工業需要は、今年はマイナス 2%。年初からほとんどの期間、米国の関税懸念と世界経済の成長鈍化などによる経済的要因を背景に、シルバー需要は伸びておらず、メタル価格の高騰も工業生産にはマイナスだ。太陽光発電(PV) セクターではシルバー価格の上昇でコストが嵩み、メーカーはシルバーの節約や代替メタルの利用に流れている。その結果、PV 設置数は増えているものの、シルバー需要はマイナス 5% となる予測だ。

一方で、この需要の減少分は、AI 投資ブームによるデータトランスファーやスマートグリッドインフラを含む幅広い分野でシルバー需要が増えたことで、一部相殺されている。電気自動車の販売増もシルバーの需要を支えたが、その貢献度は予想を下回った。

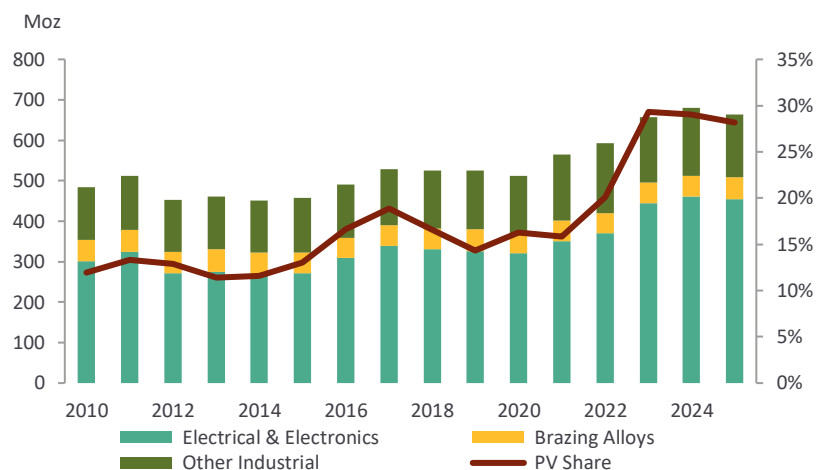
工業以外の需要分野に目を向けると、宝飾品と銀器はそれぞれ 4 % と 11 % 減る予測となっている。どちらもインドの需要低迷が大部分を占めるが、ドル建て価格より先にルピー建シルバー価格が過去最高値となったことで、特に贈答需要に影響が出た。しかし、投資需要は比較的堅調に推移している。宝飾品に関しては、生活費の上昇や消費者センチメントの悪化などで、西側諸国の販売も減少。ゴールド価格が高騰する中でもシルバーへの乗り換え需要は限られている。

現物投資需要は3年連続で減り(-4%)、2018年以降で最低水準となる予測。今年は特に米国の投資需要の低迷が最も大きな原因で、最近多少回復している兆しがあるものの、2025年の米国の投資需要は、9月まで続いた売り越しと新規購入の減少で、ネットベースで半分以下になるだろう。米国を除く世界の現物投資需要は、シルバーの価格上昇が投資家の関心を再び呼び戻して11%増える見込みで、特にインドで増える予測。

2025年の世界のシルバー供給は、1%の増加予測で3年ぶりの高い水準になるだろう。この増加分のほとんどが、2020年来初めてネットのヘッジによるもの。しかし、これは2024年末の時点で、世界の生産者のデルタ調整済みヘッジ残高が数十年ぶりの最低水準になっていたことと関連づけて考える必要がある。

これとは対照的に世界の鉱山生産は実質横ばいとなる予測。今年はメキシコとロシアが増産となっているが、ペルーとインドネシアの減産で相殺される。メキシコではPeñolesのTizapa鉱山が長期に渡った労働争議の後に再開されたこと、Endeavour SilverのTerroneraプロジェクトの生産が開始されたこと、Southern Copperの増産などで、供給を押し上げる見込み。

シルバーの工業需要



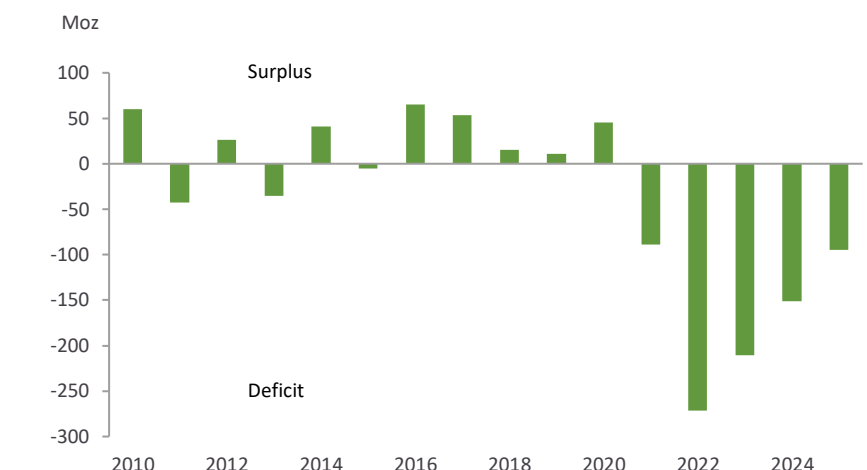
出典: メタルズフォーカス

今年はシルバー価格が大幅に上がったにもかかわらず、リサイクルはほとんど伸びておらず、2025年全体を通じた供給はわずか1%の増加にとどまる見込み。シルバースクラップの半分以上は工業分野からくるが、通常はメタル価格にあまり影響を受けない。それよりもメタル価格に敏感な宝飾品や銀器のリサイクルは増えたが、全体の絶対量はそれほど増えていない。

2025年のシルバー市場は5年連続の構造的な供給不足になる予測だ。今年の不足幅はこれまでよりも縮まるが、それでも地上在庫が減り、現物市場の逼迫感を強めることになるだろう。それよりも重要なのは、続くこの供給不足がシルバー投資の増加と重なることだ。例えば、このままで行くと2025年のシルバー ETP 需要は過去2番目に多くなる見込みで、実際、ETP 残高の変化を含めると、マーケットはこれまでで最も大きな供給不足となる。

今後の展望としては、我々は、幅広い貴金属価格の上昇を支えたほとんどのマクロ経済的要因、地政学的要因は今後12か月間も変わらないと考える。シルバーの需給ファンダメンタルズが価格を支えるはずで、高い価格はシルバーを利用する一部の分野には重圧となっているのは確かだが、需要の低迷が表面化するまでにまだ時間がかかる分野もある。そのため、シルバーインゴットとコインの需要回復予測と合わせ、シルバー市場の供給不足は2026年も続くと考えられる。

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