



#### ゴールド

予想外に強い米雇用データでFRBの利下げ予測が弱まり、ゴールドは5100ドル超えから下落

#### シルバー

CMEのファンドマネジャー ネットロングポジションは2024年2月以来最も少ない774.4トン

#### プラチナ

2026年会計年上半期のNorthamの自社の精錬PGM(4E)生産は前年比3.7%増えて14.54トン

#### パラジウム

中国の普通乗用車需要は20%減少も輸出は前年比49%の58万9千台でマイナスを補う予測

## ゴールドとシルバー、1月の乱高下は単なる一時調整か？

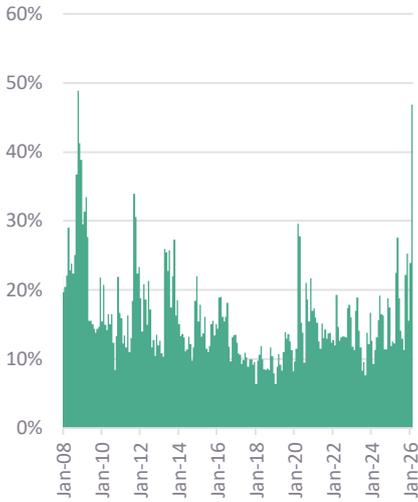
今年1月、ほぼ2営業日毎にゴールドは12回、シルバーは11回も過去最高値を更新するという前例のない激しい動きとなった。この月の取引レンジはゴールドが1291ドル、シルバーは52ドル近くになった。

この価格ボラティリティは過去の例から大きく逸脱している。2月のゴールドの20日間移動ボラティリティは47%を超え、2008年の金融危機発生以来最も高い水準になった。2025年はゴールドが年間平均で44%上がり、最高値と最低値のレンジが1935ドルだったが、ボラティリティの平均は17%を超える程度だった。一方、シルバーの1月のボラティリティも140%を上回った。金融危機の間のピークが86%、昨年の平均が28%、最高値と最低値のレンジが56ドルだったことを考えると、1月の動きがいかに極端だったかは一目瞭然だ。

このような急激な動きの背景にあったのはまずはドルの全面安、特に1月19日以降の下落が大きかったこと、また米国のベネズエラへの介入、湾岸地域での軍事行動に伴う米国とイランの関係悪化、グリーンランドを巡る問題、イラン国内の抗議デモ、そして現FRB議長パウエル氏に対する刑事捜査開始など。これら全てが貴金属に対するセンチメントを高め、個人投資家の間ではインゴットやコインの需要が高まって時には熱狂的なブームが巻き起こった。月末が近づくにつれてオプション取引も価格の動きを荒くし、満期が近づく1月の終わり数日間には特に劇的な価格変動をもたらした。

このほかにも価格の急落を招いた背景として、一つにこれまでに比較的タカ派的発言をしてきたケビン・ウォーシュ氏がFRB次期議長に指名されたことがある。同氏はFRBのバランスシートを縮小すべきであると発言していることから、ドルが押し上げられた。二つ目には予想を下回る決算報告を受けて米国のテック株とSaaS株の勢いが弱まったことがあり、この流れは2月も続いている。

ゴールドの 20日間ボラティリティーは  
金融危機以来の高さ



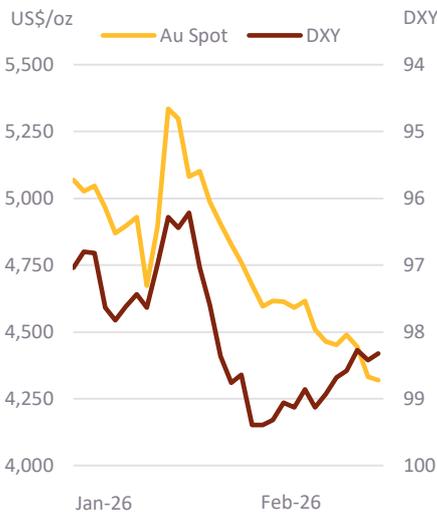
出典: ブルームバーグ

今月に入り市場はまだ幾分緊張が残るが、落ち着きを取り戻したようだ。本稿執筆時のボラティリティーは下がっており、ゴールドのレンジは「わずか」690ドル、シルバーは 28ドル。1月末の大幅価格調整にも関わらず、ゴールドとシルバーの年初からの上昇率は本稿執筆時でそれぞれ 17%と15%だ。

ゴールドの2月の動きは強気で、月初めの下値から回復して 5000ドルの水準を維持している。イランとの緊張はエスカレートせずに関わり、グリーンランドに関しても今のところ大きな動きがないなど地政学リスクの懸念は後退したようだ。また、米国とインドの貿易協定が発表され、米国内の移民法強化の問題も沈静化している。

しかし、ケビン・ウォーシュ氏のFRB議長指名は利下げの軌道を変えたとはいえ、市場は今年2回の利下げを織り込んでいる。相互関税によるインフレへの影響が前年比で一段落する年半ばから後半の利下げが見込まれる。米ドルに対する見通しは短期的には弱気予測が大半で、債務超過、ドルの価値下落、テック株バブル、地政学リスク、貿易の不確実性などに対する懸念はこれまでに高く高い。したがってこれまでゴールドの上昇を支えていた様々な背景は依然として続いているといえ、今年もゴールドに資金が流れ込むだろう。

ドルの変動がゴールドを動かす



出典: ブルームバーグ

一方のシルバーは、ゴールドを支える要因から同様に影響を受けているはずだが、1月のショックを経て足元の市場のセンチメントは弱気のように感じられる。金銀比価は昨年半ばの100以上から40の前半に下がったのち、60台まで跳ね上がった。

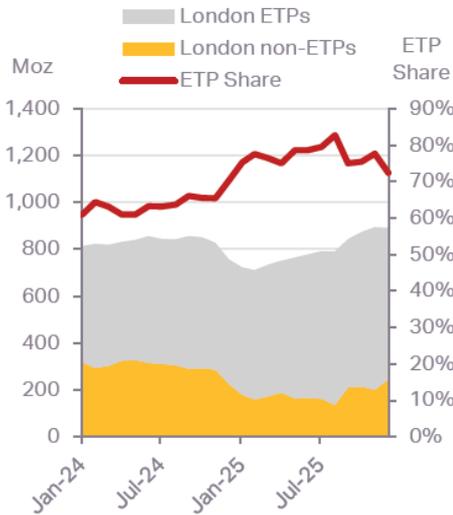
市場の米利下げ期待、2026年も続く

Number of 25bp  
Cuts Priced in



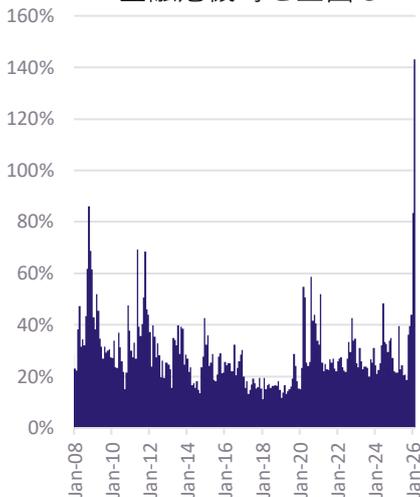
出典: ブルームバーグ

ロンドンの紐付けなし ETP 残高は高い水準



出典: ブルームバーグ、LBMA

シルバーのボラティリティーは金融危機時を上回る



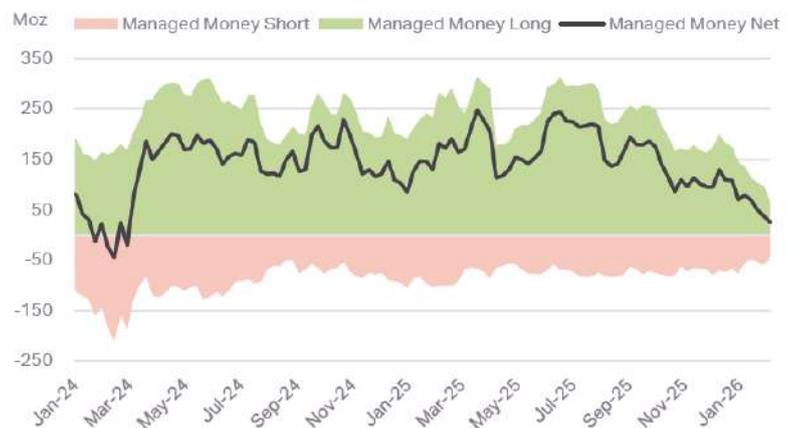
出典: ブルームバーグ

ゴールドに比べてシルバーが過小評価されているという見方は急速に弱まり、我々の調査によると個人投資家のシルバーのインゴットとコインに対する需要は、これまでのところ弱まっていない。

多くのメディアでは中国のトレーダー、Bian Ximing 氏が SHFE の先物で大きな(約450トンとされる)ショートポジションを張っている可能性を取り上げている。しかし、シルバーは年間需要が約3万5千トンに達する巨大市場であり、CMEの投資家の間には報道されているような弱気の見方は見られない。2月初めの CME のファンドマネジャーポジションはネットロング 777.5トンで、2024年2月以来最も低い水準ではあったが、2024年当時に弱気ポジションが強まったのはグロスのショートポジションの増加と、グロスのロングポジションの減少という理由があったからだ。今回のロングポジションの減少はそのようなグロスのショートポジションはなく、その代わりにロングポジションが解消されたことが原因で、グロスのショートポジションも減っている。

最後に、1月のシルバー上昇のピーク時、ほとんどの ETP ではネットの売り越しを伴っていたことも指摘しておきたい。これまでのデータによると、ETP 全体では1月の利益確定売りによって12月末比で 1430.6トン 残高が減ったが、2月の最初の7営業日で 590.9トンの資金が流入している。ETP 以外のロンドンの現物在庫は1月に回復したが、ETP は依然としてロンドンの保管庫のメタル全体の72%を占めており、2021年から2024年の平均を63%上回る。ロンドン以外の市場の逼迫は続いており、それが今年を通じてゴールドと共にシルバーがさらに上がるという強気相場を支える背景になるだろう。

ファンドマネジャーのシルバーのネットロングポジション、2年ぶりの低い水準



出典: ブルームバーグ