

ディベースメント取引再燃への懸念、利上げの影響を打ち消し プラチナ投資に追い風となる可能性も

異なる方向に向かうマクロ経済とマクロ政治の動向が貴金属の価格形成に変則的な影響を及ぼしている。本来ならば、FRB による利上げは貴金属価格の下落をもたらす要因となるはずだが、2025 年 11 月から 2026 年 1 月に見られたように、ディベースメント取引再燃への懸念が金利の影響を打ち消し、貴金属価格を押し上げる可能性がある。現在の経済指標を見るとディベースメント取引が足元で高まっているわけではないが、トランプ政権が FRB に圧力をかけ続けていることや、米政府の財政状況を踏まえると投資家としては引き続き注意していく必要があるといえよう。

FRB は、9 月 16 日に中東紛争の拡大に伴う原油価格の上昇からくるインフレを抑えるために政策金利を 0.25% 引き上げた。ウォーシュ議長は年内残りの期間でインフレが沈静化しなければ再び利上げがありうることも強く示唆している。しかし、中間選挙に近い 10 月の FOMC 会議では、これまで緊急時以外は極端な政策変更を行うことはなかったため、次の利上げがあるとしても 12 月 9 日になるだろう。通常は金利が上がれば強いドルの支えになり、貴金属価格には弱材料だが、実際にはこの相関関係が弱まっている。

図 1. 2025 年第 4 四半期の投資動向を 2026 年に反映させた場合の需給バランス

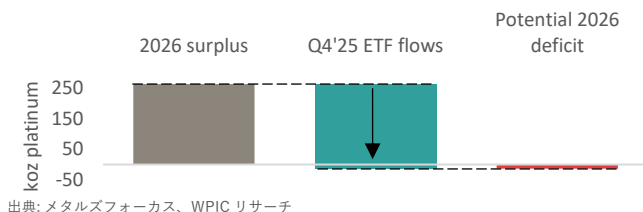
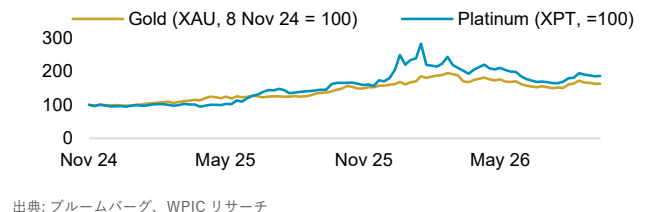


図 2. 2025 年 11 月～2026 年 1 月のプラチナのパフォーマンスはゴールドを上回った



一方の米国の政治動向はというと、米政権は FRB に対して繰り返し利下げを要求し、応じなければ米国が輸入超過にある国との貿易を停止すると脅す。利下げは貴金属価格には追い風だが、現状はインフレ、財政赤字、リファイナンスコスト、果ては FRB の独立性に対する懸念など長期国債の利回りを押し上げる要因は多々あり、短期金利が変わらないまま長期金利だけが上がれば、貴金属価格と実質利回りの相関関係が崩れ、ディベースメント取引につながる。実際 2025 年 4 月に国債が売られた一方でドルが下落しゴールドが上がった現象だ。しかし、FRB が金融引き締めを行う中での 6 月以降の 10 年物実質利回りの上昇は、タームプレミアムではなく予想短期金利に起因し、貴金属市場は概ね横ばいで推移している。ディベースメント取引は 2025 年末～2026 年初めに貴金属市場に強い追い風となり、プラチナ ETF に大量の資金が流入した。この時期のプラチナの動き(図 2 と図 5)で、ロンドン市場は異例とも言えるほど逼迫し、3 ヶ月リースレートは平均で 15% を超えて先物市場ではバックワーデーションが続いた。この状況は 2026 年半ばまでには解消されたが、9 月には再びバックワーデーションになり(図 6)、ピーク時の 3 分の 1 まで下がっていたリースレートも再び上がり始めている(図 7)。仮にタームプレミアム主導で長短金利差が再び広がり、プラチナ市場の逼迫が続けば、投資資金の流入を促すかもしれない。そしてそれが 2025 年第 4 四半期のようなペースで起これば、今年のプラチナ市場の需給バランスを供給過剰から均衡に変えるに十分な規模になるだろう(図 1)。

2026 年のプラチナ市場は 8.2 トンの供給過剰の予測だが、ディベースメント取引に関連して 2025 年第 4 四半期のように投資資金が流入すれば、2026 年の需給バランスは均衡する可能性もある

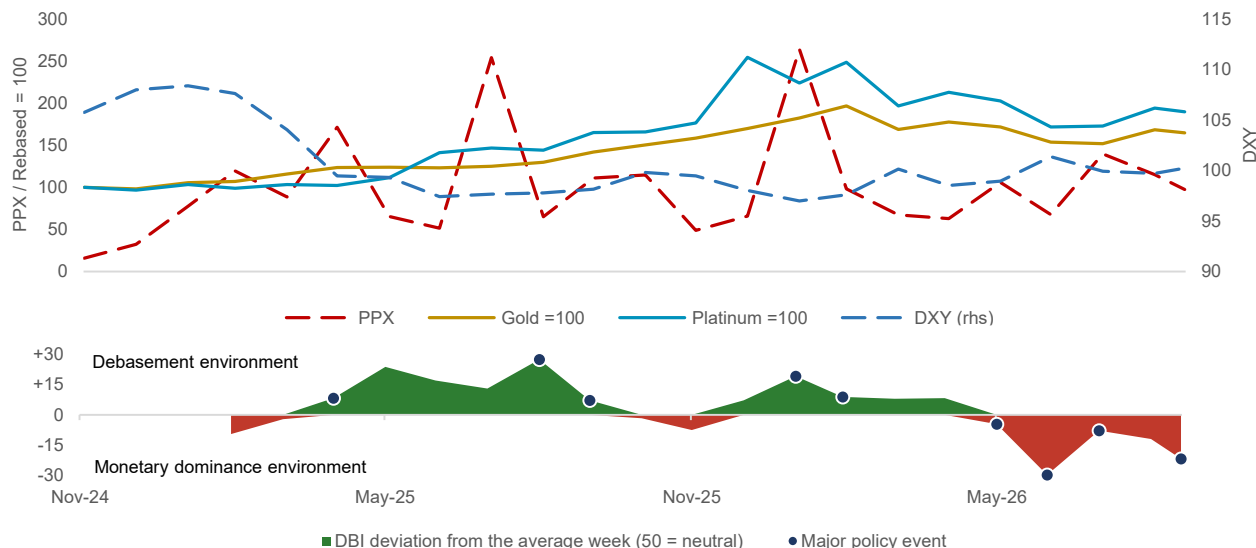
次頁のチャートは FRB に対する政治的圧力、関税、同盟国の独立性、ディベースメント取引再燃を示す指標、ゴールド市場と比べたプラチナ市場の相対的な逼迫を追ったもの

ディベースメント取引に関して注意すべきは実質利回りの上昇(図 4)と、プラチナ市場の逼迫、ロンドン先物市場のバックワーデーション(図 6)だ

投資資産としてのプラチナを支える背景:

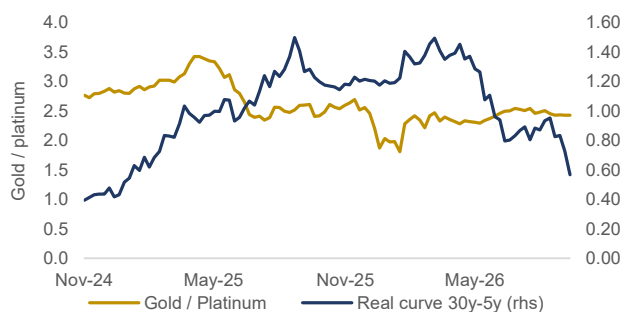
- WPIC のリサーチによるとプラチナ市場は2023年から供給不足が続き、地上在庫は大きく減っている。
- 2026年全体は上半期の ETF と取引所在庫の流出を反映して緩やかな供給過剰になるが、下半期は再び供給不足になる予測
- プラチナ価格の上昇でリサイクル供給は増えているが、供給全体は伸び悩んでいる。
- プラチナは世界のエネルギー転換に重要な水素経済だけでなく、半導体生産やAI関連のデータセンター建設などでも不可欠な資源。
- プラチナ価格は歴史的に見ても過小評価されており、ゴールドよりも大幅に低い。

図 3: ディベースメント取引指標 (DBI) と、貴金属とドルに影響を与えた主な政治的出来事(注参照)からなる政治的圧力指標 (PPX) (どちらの指標も WPIC によるもの)



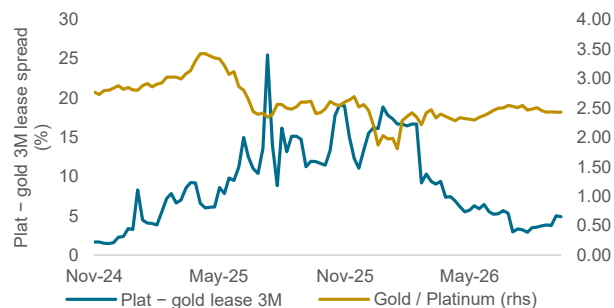
出典: ブルームバーグ、WPIC リサーチ 図 3 上注: PPX とは FRB への圧力、貿易障壁や関税賦課、同盟国の独立性への脅しに関するトランプ政権の発言回数からなるが 2026 年 1 月以降は正確に追跡する事が困難になった(左軸 1 ヶ月の平均回数 100)、図 3 上注: ゴールド、プラチナ、ドルは 2024 年 11 月を 100 とした(左軸) 図 3 下注: DBI とは、政府機関への信用低下による長期金利の上昇が引くドル高のスティープ化を特定する金融市場の各指標からなり、黒点は直近の FRB の利下げ、重要な政策動向を含む発言、「解放の日」の関税などを表す。

図 4: 実質利回りに対するプラチナゴールドディスカウントを見ると、プラチナの方がより敏感であり、実質利回りが上昇すればディベースメント取引が強まるシグナルとなる



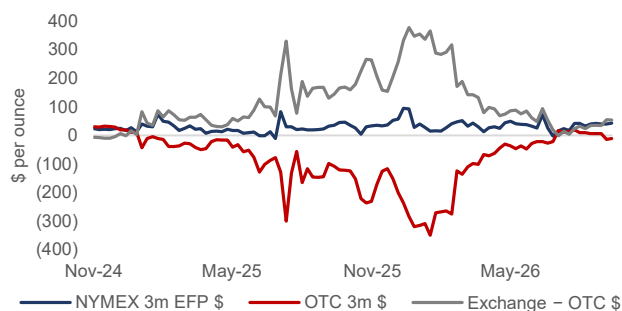
出典: ブルームバーグ、WPIC リサーチ 注 2025 年を通じて実質利回りが上がるにつれてプラチナゴールドディスカウントは下がり、ディベースメント取引の多くはプラチナに向かった

図 5: プラチナとゴールドのリースレートの差とプラチナゴールドディスカウントを見ると、プラチナ市場の方が強い逼迫状況にあることがわかる



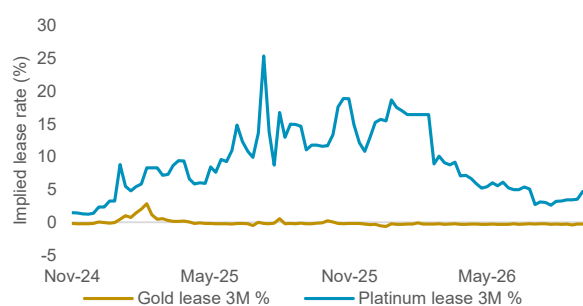
出典: ブルームバーグ、WPIC リサーチ 注. リースレートの差が広がっている時にプラチナゴールドディスカウントが下がればロンドン市場のプラチナはタイト、リースレートの差が縮小した時にディスカウントが下がれば、それはゴールドが金融資産として買われていることになる

図 6: NYMEX のプラチナ 3 ヶ月 EFP と再びバックワーデーションになったロンドンの 3 ヶ月先物



出典: ブルームバーグ、WPIC リサーチ 注. ロンドン市場がバックワーデーションの時に NYMEX が順ざやであれば、その乖離は価格によるものではなくロンドン市場での現物借入れの逼迫を直接表している

図 7: ゴールドとプラチナの 3 ヶ月リースレートを見るとプラチナは底を打ち、徐々に上がっている



出典: ブルームバーグ、WPIC リサーチ

免責条項: 当出版物は一般的なもので、唯一の目的は知識を提供することである。当出版物の発行者、ワールド・プラチナ・インベストメント・カウンシルは、世界の主要なプラチナ生産会社によってプラチナ投資需要発展のために設立されたものである。その使命は、それによって行動を起こすことができるような見識と投資家向けの商品開発を通じて現物プラチナに対する投資需要を喚起すること、プラチナ投資家の判断材料となりうる信頼性の高い情報を提供すること、そして金融機関と市場参加者らと協力して投資家が必要とする商品や情報ルートを提供することである。

当出版物は有価証券の売買を提案または勧誘するものではなく、またそのような提案または勧誘とみなされるべきものでもない。当出版物によって、出版者はそれが明示されているか示唆されているかにかかわらず、有価証券あるいは商品取引の注文を発注、手配、助言、仲介、奨励する意図はない。当出版物は税務、法務、投資に関する助言を提案する意図はなく、当出版物のいかなる部分も投資商品及び有価証券の購入及び売却、投資戦略あるいは取引を推薦するものとみなされるべきでない。発行者はブローカー・ディーラーでも、また2000年金融サービス市場法、Senior Managers and Certifications Regime 及び金融行動監視機構を含むアメリカ合衆国及びイギリス連邦の法律に登録された投資アドバイザーでもなく、及びそのようなものと称していることもない。

当出版物は特定の投資家を対象とした、あるいは特定の投資家のための専有的な投資アドバイスではなく、またそのようなものとみなされるべきではない。どのような投資も専門の投資アドバイザーに助言を求めた上でなされるべきである。いかなる投資、投資戦略、あるいは関連した取引もそれが適切であるかどうかの判断は個人の投資目的、経済的環境、及びリスク許容度に基づいて個々人の責任でなされるべきである。具体的なビジネス、法務、税務上の状況に関してはビジネス、法務、税務及び会計アドバイザーに助言を求めるべきである。

当出版物は信頼できる情報に基づいているが、出版者が情報の正確性及び完全性を保証するものではない。当出版物は業界の継続的な成長予測に関する供述を含む、将来の予測に言及している。出版者は当出版物に含まれる、過去の情報以外の全ての予測は、実際の結果に影響を与えるリスクと不確定要素を伴うことを認識しているが、出版者は、当出版物の情報に起因して生じるいかなる損失あるいは損害に関して、一切の責任を負わないものとする。ワールド・プラチナ・インベストメント・カウンシルのロゴ、商標、及びトレードマークは全てワールド・プラチナ・インベストメント・カウンシルに帰属する。当出版物に掲載されているその他の商標はそれぞれの商標登録者に帰属する。発行者は明記されていない限り商標登録者とは一切提携、連結、関連しておらず、また明記されていない限り商標登録者から支援や承認を受けていることはなく、また商標登録者によって設立されたものではない発行者によって非当事者商標に対するいかなる権利の請求も行われたい。

WPIC のリサーチと第2次金融商品市場指令 (MiFID II)

ワールド・プラチナ・インベストメント・カウンシル(以下 WPIC) は第2次金融商品市場指令に対応するために出版物と提供するサービスに関して内部及び外部による再調査を行った。その結果として、我々のリサーチサービスの利用者とそのコンプライアンス部及び法務部に対して以下の報告を行う

WPIC のリサーチは明確に Minor Non-Monetary Benefit Category に分類され、全ての資産運用マネジャーに、引き続き無料で提供することができる。また WPIC リサーチは全ての投資組織で共有することができる。

1. WPIC はいかなる金融商品取引も行わない。WPIC はマーケットメイク取引、セールストレード、トレーディング、有価証券に関わるディーリングを一切行わない。(勧誘することもない。)
2. WPIC 出版物の内容は様々な手段を通じてあらゆる個人・団体に広く配布される。したがって第2次金融商品市場指令(欧州証券市場監督機構・金融行動監視機構・金融市場庁)において、Minor Non-Monetary Benefit Category に分類される。WPIC のリサーチは WPIC のウェブサイトより無料で取得することができる。WPIC のリサーチを掲載する環境へのアクセスにはいかなる承認取得も必要ない。
3. WPIC は、我々のリサーチサービスの利用者からいかなる金銭的報酬も受けることはなく、要求することもない。WPIC は機関投資家に対して、我々の無償のコンテンツを使うことに対していかなる金銭的報酬をも要求しないことを明確にしている。

さらに詳細な情報は WPIC のウェブサイトを参照。

website: <http://www.platinuminvestment.com/investment-research/mifid-ii>

当和訳は英語原文を翻訳したもので、和訳はあくまでも便宜的なものとして提供されている。英語原文と和訳に矛盾がある場合、英語原文が優先する。