



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第60号 2024年1月29日

### ゴールド

米経済の主要指標、PMIとGDP、インフレのデータを待つ投資家で、2020ドル近辺を維持

### シルバー

金銀比価は2022年9月以来、初めて 91.5 に

### プラチナ

BASF と ヘラウスが中国に共同で持つ、自動車触媒から貴金属を回収する工場の操業を開始

### パラジウム

欧州理事会と欧州議会は、自動車メーカーが2024年までにトラックの排気ガスを90% 軽減、都市部のバスの排気ガスを2035年までに100% 軽減する規制に暫定的合意

## ゴールドの高価格の恩恵も総コスト上昇で帳消し

メタルズフォーカスが昨年12月に発表した『Focus Gold Mines Cost Service』によると、世界の産金企業の平均総コスト (AISC) は 2023年第3四半期に1343ドル/オンスに達し、四半期ベースで再び過去最高を記録した。ゴールド生産の投入費用を圧迫するインフレ率は下がりつつあるが、オペレーション上の問題で総コストは上がり続けている。

2023年第3四半期は、燃料費が上がり加工する鉱石が減ったためにゴールド生産1オンス毎の現地コストが膨れ、総コストは前年比でAISCは5%、前期比で2%上がった。さらにゴールドのグレードが前年比で平均3%落ちて鉱石1トンにつき1.33gになったこともAISCに影響した。平均グレードが低いと金を鉱石から取り出すための試薬や電気代などがより多くかかることになり、生産単位コストの上昇につながるが、第3四半期には企業側が生産維持コストを抑えるなどして、こういった問題がAISCに与える影響を一部緩和することができた。

地域毎の比較では、加工した金鉱石の量が減った北米で生産ユニット毎のコストが高くなり、平均AISCが1470ドル/オンスと最も高く、前年と比べて7%増えた。次に平均AISCが高かったのは中央アメリカと南アメリカで、1385ドル/オンス、前年比で同じく7%上昇した。この地域の鉱山は、業界の平均グレードと全体の実収率が下がったためインフレに対してより敏感になった。平均AISCが高かった地域の第3位はアフリカで、前年比3%増えて、1327ドル/オンスであった。

第3四半期にゴールド価格は前期から3%下落して1928ドルとなり、生産されたゴールドの7%はAISCマージンがマイナスであった(前期は5%)。しかし、前年同期のこの割合は9%で、前年から11%上昇したゴールド価格が幸いした形だ。

2023年第3四半期にゴールド生産のAISCがゴールド価格を超えた金鉱山を抱えるのは、ほとんどが北米の、続いてアフリカの産金企業となった。これらの金鉱山の多くは以前から高コスト運営だったため、2022年と2023年初めにインフレ率が上昇して、AISCに大きく影響した。

Metals Focus による Precious Metals Weekly は  
以下の各社提供となります。

 サンワード貿易株式会社

[www.sunward-t.co.jp](http://www.sunward-t.co.jp)



[www.royalmint.com](http://www.royalmint.com)



[www.dillongage.com](http://www.dillongage.com)



A PALLION COMPANY

[www.abcbullion.com.au](http://www.abcbullion.com.au)



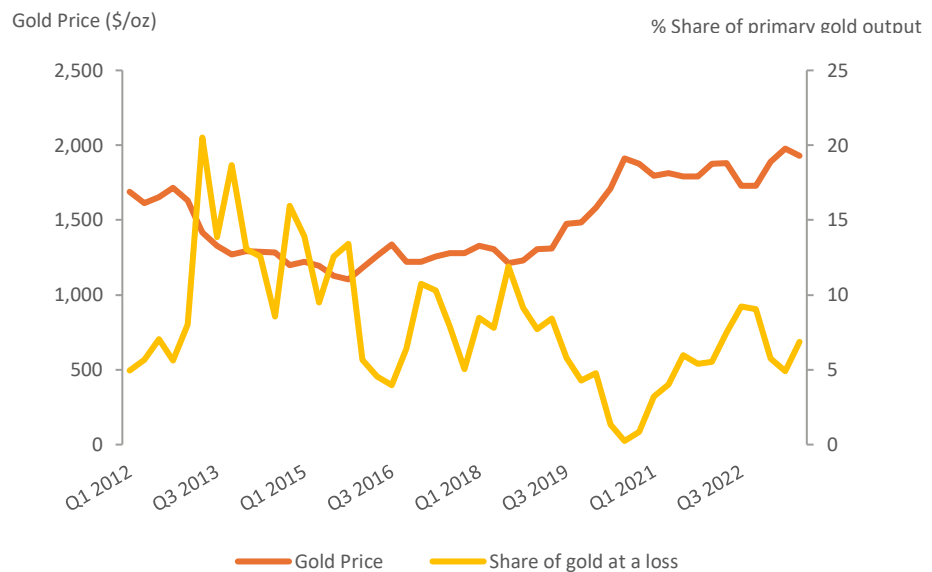
[www.material.co.jp](http://www.material.co.jp)

産金企業の中には高いインフレ率に加えて、第3四半期のオペレーション上の問題でコストが上がり、AISCが高くなったケースもある。AngloGold AshantiのガーナにあるObuasi 鉱山では、高品位グレードの鉱山で岩盤の状態が悪化して生産に影響したため、坑内鉱石加工量が減り平均グレードの低下を招いたため、AISCは前年から2倍以上に上がった。また、OceanaGoldの米国にあるHaile 鉱山では2023年第3四半期のAISCが前年比で97%上がった。Mill Zone ピットの低い採掘場から低品位鉱石を加工したためと、Ledbetter ピットで廃石作業が始まったためにゴールドの生産が減ったことが背景にある。

様々な鉱山のAISCを並べたAISCカーブを見ると、25パーセント以下の低コスト鉱山でのコスト上昇が最も大きく、前年比では10%、前期比では5%コストが上がったことで、AISCは1124ドル/オンスとなっている。低コスト鉱山の中ではNewcrestのオーストラリアにあるCadia Valley 鉱山のAISCが前年比で210%上がったのが最大となった。同鉱山は採掘停止計画を実施したこと、平均グレードの低い鉱石の加工が多かったことでゴールドと銅の生産及び販売高が減っていたが、現地コストの上昇は生産コストの低下とオーストラリアドルが米ドルに対して下がったため多少相殺された。

AISCが1343ドル/オンスで運営されている鉱山は、5年前にその状態が続いていたならば一時停止か閉山になっていたところだが、現在はゴールド価格が高いためにAISCマージンは健全な水準を保っている。

### ゴールド価格に対して赤字生産されたゴールドの割合



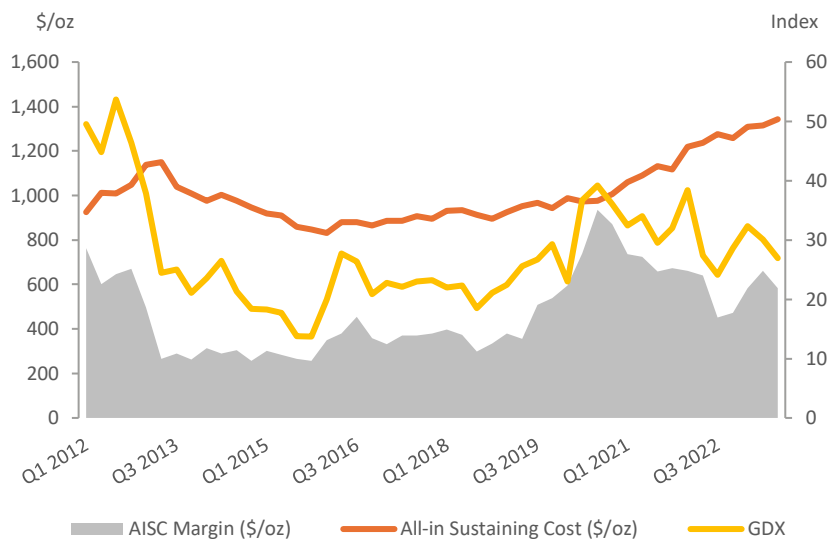
資料: Metals Focus Gold Mines Cost Service、ブルームバーグ

しかし、本来ならばこれだけゴールド価格が上がれば産金企業はかなりの利潤を出すはずなのだが、ゴールドの高い採鉱コストがそれに水を差している。これは2021年以降のGDX VanEck Gold Miners ETFのパフォーマンスとゴールド価格が大きく乖離していることから読み取れる。

GDXは産金企業と製錬業者の主要なベンチマークで、Newmont、Barrick Gold、Newcrest、Agnico Eagle、Kinross Goldなど世界的な産金大手を含んでいる。AISCは、過去最高値をつけているゴールド価格の上昇に伴って上がるはずのGDXの上昇を阻んでいる要因の一つだ。2021年にゴールド価格が比較的高かった時には、AISCが1000ドル/オンスの線を越えていなかったため、GDXも同様に上がった。例えば、2012年第3四半期はゴールド価格が1653ドル、AISCマージンは645ドル/オンスで、GDXは54ドルに達していた。しかし、最近ではゴールド価格が2012年よりもかなり高水準にあるにもかかわらず、AISCが急激に上がっているためにGDXは上がっていないのだ。2020年第3四半期にゴールド価格が1912ドルに達した時には、GDXは39ドルに上がったが、2023年第2四半期にゴールド価格が1978ドルに上がった際には、AISCが2020年第3四半期から2023年第2四半期に間に35%上がったため、GDXは30ドルに下落した。

GDXのパフォーマンスに影響を与えている要因はAISC以外の要因もいくつかあるが、大手産金企業がAISCの絶対値を下げる事ができれば、ゴールド価格の動きに追随して、GDXも上がるだろう。インフレでコストは引き続き上がるだろうが、産金企業側が、鉱石加工や平均グレードが上がるような改善を実行できれば、ゴールド抽出の経済性も上げることができるだろう。

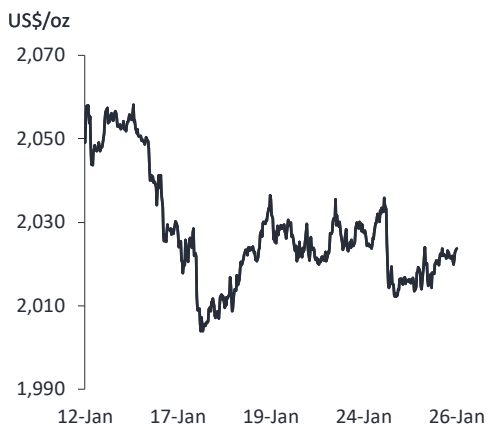
### 高いAISCがGDXのパフォーマンスに影響



資料: Metals Focus Gold Mines Cost Service、ブルームバーグ

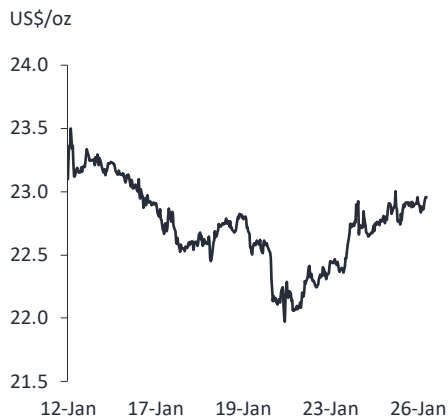
## チャート - 貴金属価格（米ドル/オンス）

### ゴールド



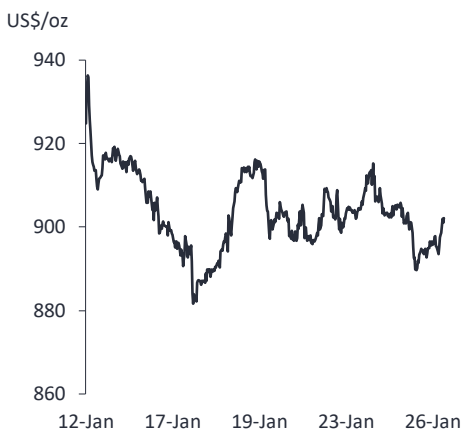
資料 ブルームバーグ

### シルバー



資料 ブルームバーグ

### プラチナ



資料 ブルームバーグ

### パラジウム

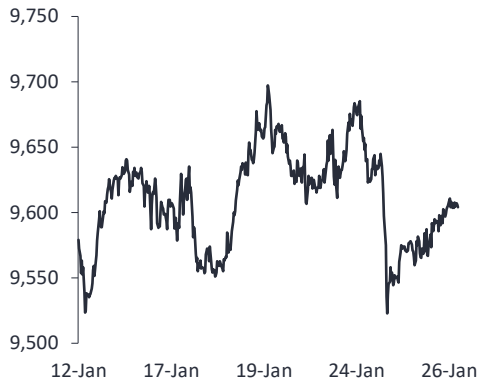


資料 ブルームバーグ

## チャート - 貴金属価格（日本円/グラム）

### ゴールド

¥/g



資料 ブルームバーグ

### シルバー

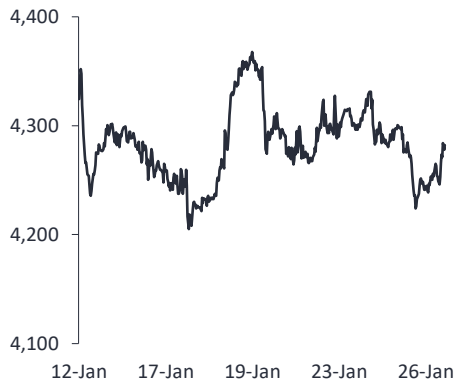
¥/g



資料 ブルームバーグ

### プラチナ

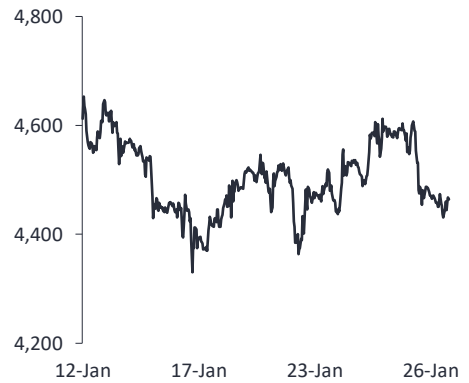
¥/g



資料 ブルームバーグ

### パラジウム

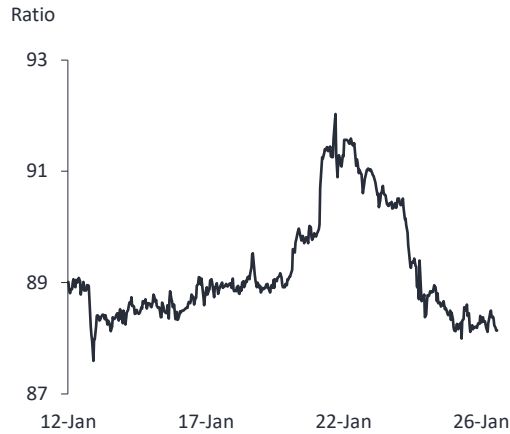
¥/g



資料 ブルームバーグ

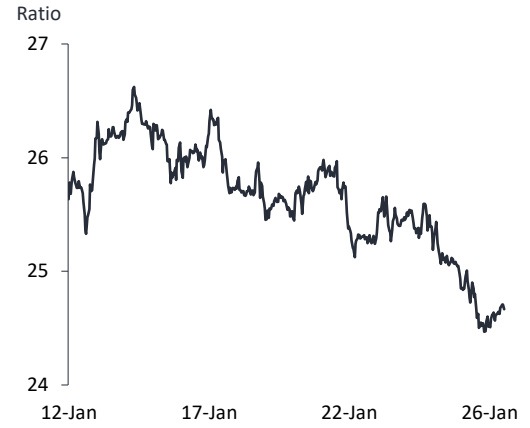
## チャート - レイシオとスプレッド

金銀比価



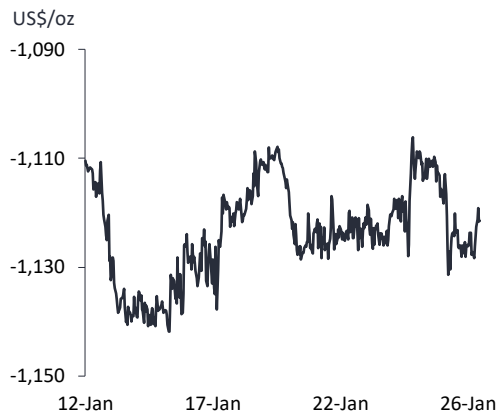
資料 ブルームバーグ

金原油比価



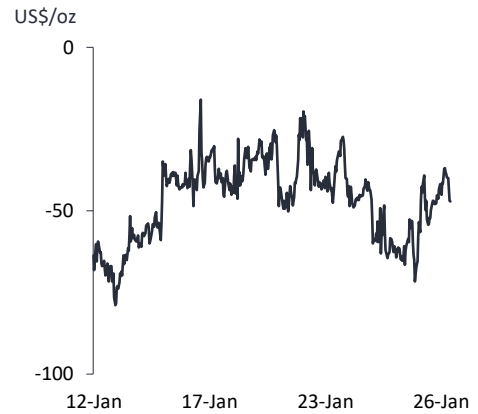
資料 ブルームバーグ

プラチナ・ゴールドディスカウント



資料 ブルームバーグ

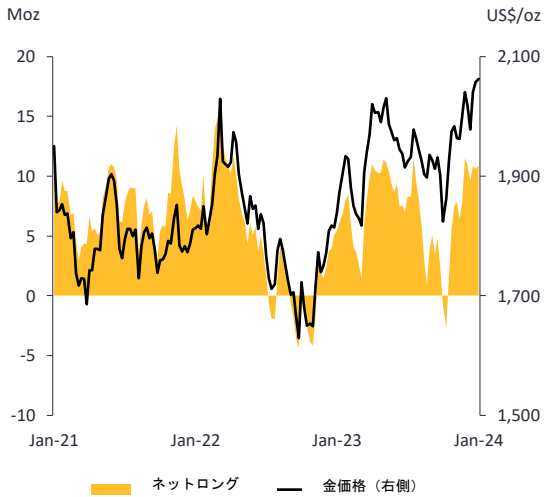
プラチナ・パラジウムディスカウント



資料 ブルームバーグ

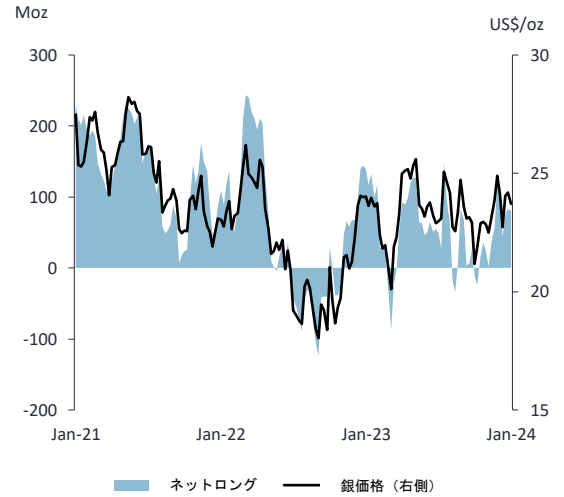
# チャート - CME ネットポジション\*

## ゴールド



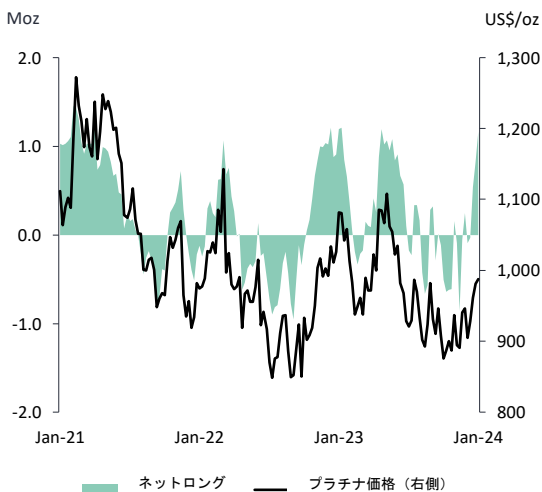
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

## シルバー



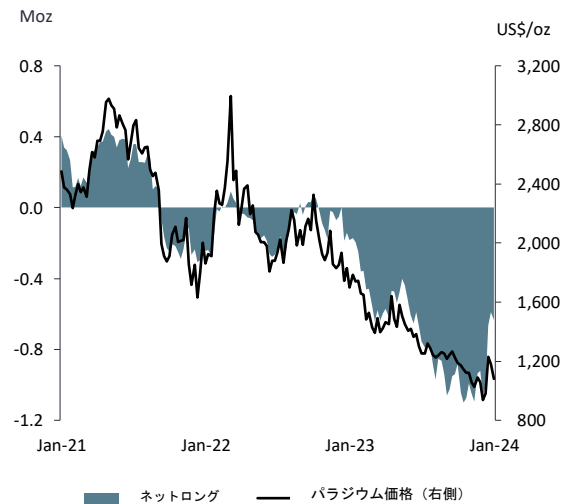
\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

## プラチナ



\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ

## パラジウム

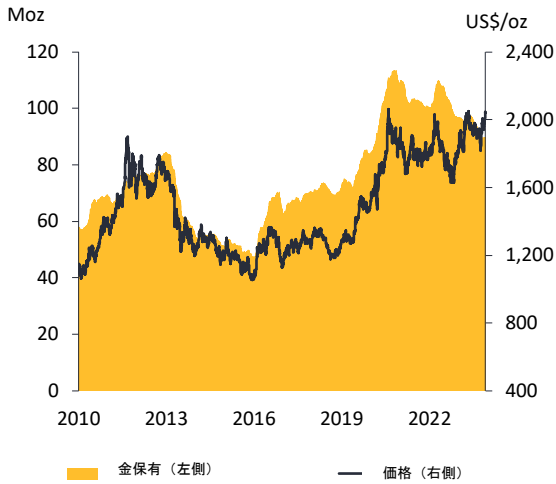


\*ファンドマネジャーポジション、資料：ブルームバーグ



# チャート - ETP 保有高

## ゴールド



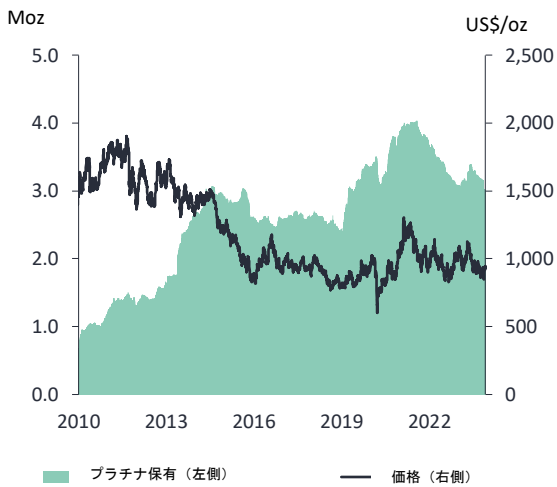
資料：ブルームバーグ

## シルバー



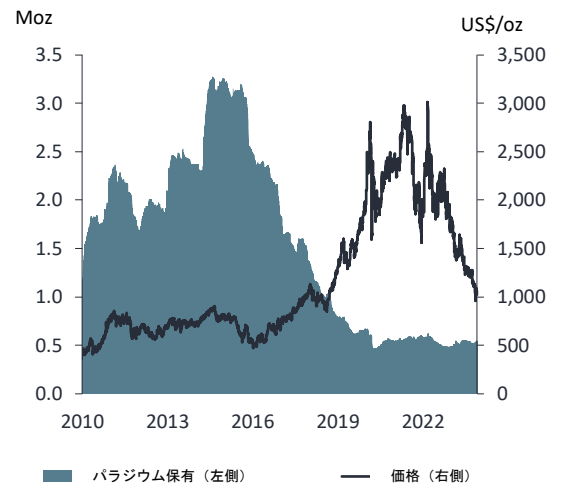
資料：ブルームバーグ

## プラチナ



資料：ブルームバーグ

## パラジウム



資料：ブルームバーグ

## Metals Focus - The Team

Philip Newman, Managing Director  
Charles de Meester, Managing Director  
Neil Meader, Director of Gold and Silver  
Junlu Liang, Senior Analyst  
Simon Yau, Senior Consultant - Hong Kong  
Peter Ryan, Independent Consultant  
Elvis Chou, Consultant - Taiwan  
Michael Bedford, Consultant  
David Gornall, Consultant  
Jacob Smith, Senior PGM Analyst  
Neelan Patel, Regional Sales Director  
Mirian Moreno, Business Manager  
Erin Coyle, Sales & Marketing Executive  
Ghananshu Karekar, Research Associate

Nikos Kavalis, Managing Director - Singapore  
Sarah Tomlinson, Director of Mine Supply  
Wilma Swarts, Director of PGMs  
Philip Klapwijk, Chief Consultant  
Chirag Sheth, Principal Consultant - Mumbai  
Yiyi Gao, Senior Analyst - Shanghai  
Çagdas D. Küçükemiroglu, Consultant - Istanbul  
Dale Munro, Consultant  
Harshal Barot, Senior Consultant - Mumbai  
Tim Wright, Senior Mine Supply Analyst  
Adarsh Diwe, Analyst - Mumbai  
Francesca Rey, Consultant - Manila  
Celine Zarate, Consultant - Manila  
Jie Gao, Research Analyst - Shanghai

## Metals Focus – Contact Details

### Address

6th Floor, Abbey House  
74-76, St John Street  
London, EC1M 4DT  
U.K.

Tel: +44 20 3301 6510

Email: [info@metalsfocus.com](mailto:info@metalsfocus.com)

Bloomberg launch page: MTF0

Bloomberg chat: IB MFOCUS

[www.metalsfocus.com](http://www.metalsfocus.com)

## 免責条項と著作権

特記されている場合を除き、当レポートの全ての著作権はメタルズフォーカス Ltd に帰属する。当レポート(含有及び添付資料を含む)は利用者に対してのみ作成されたもので、当レポートのいかなる部分も貴金属及び関連する金融商品や投資の売買を提案するものではなく、そのような商品の売買に関する助言とみなされるべきではない。当レポートの内容に基づいたいかなる行動も、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。当レポートの内容は綿密な調査に基づいて作成されているが、メタルズフォーカス Ltd が情報の正確性及び適時性を保証するものではない。メタルズフォーカス Ltd は当レポートの情報に関する誤りや不作為、当レポートの情報に起因して生じるいかなる損失あるいは損害、第三者に生じた損失あるいは損害に関して一説の責任を負わない。

当レポート(あるいは当レポートのどの部分に関しても)はメタルズフォーカス Ltd の書面による許可なくして、いかなる手段にても第三者に複製、配布、送付、引用されてはならない。電子的な配信の場合は、ユーザーライセンスが許可された購読者のみが当レポートのコピーをダウンロードすることが許されている。その他のユーザーライセンスはメタルズフォーカス Ltd から購入が可能である。許可されない行為が行われた場合には民法あるいは刑法に応じた手段を講じる場合がある。

当和訳は英語原文を翻訳したもので、あくまでも便宜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。