



#### ゴールド

投資家がFRB会議の結果を待つ中、3週間ぶりの安値から少し上昇

#### シルバー

カナダの太陽光発電能力は今年上半期に 212.2GW 増えて、全体で 1.1TW 以上に

#### プラチナ

Zimplats の新しい製錬炉で 6E の年間製錬能力は 3 倍の 33.9 トンに

#### パラジウム

中国の自動車メーカー、ビッグ4の一つ、上汽集団の今年上半期の自動車販売は200万台を超え、前年同期比で12.4%増

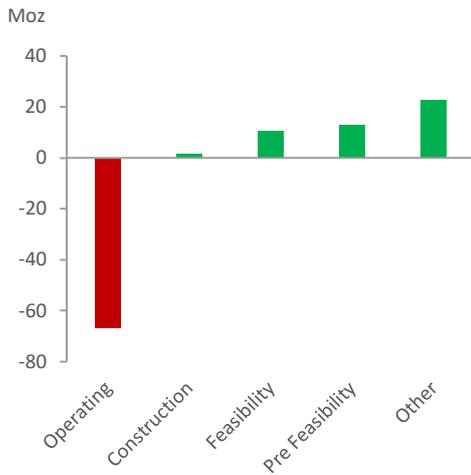
## 業界再編で世界のシルバー鉱山供給の 展望回復なるか？

悪化する貿易戦争、長引く米国のインフレ、鈍化する世界の経済成長、不確実性が高まる貿易などを背景に、シルバー供給の展望が揺れ動いている。過去最高に近い工業需要を受けて市場は5年連続の構造的な供給不足にあるが、それが近いうちに解消される見通しはなく、地上在庫は減少が続く。シルバー価格は今後数年間上昇が続く予測だ。

しかし、価格は上がるとされているにも関わらず、世界のシルバー鉱山供給は、現在生産中のいくつかの鉱山の鉱山寿命が近いため、長期的には減少する予測になっている。開発段階にあるプロジェクトに対する投資が決定されて、生産にこぎつけられれば減産の一部は補えるだろうが。

2024年は、一昨年と全く対照的に、シルバー生産業界では企業の吸収合併(M&A)が大いに進んだ。我々の『World Silver Survey 2025』でも指摘した通り、合計で30億ドルにもなる32件の案件が発表されたが、これは過去にM&Aが次に多かった2019年の19億ドルを大きく上回る。First MajesticがGatos Silverを8億9300万ドルで、Coeur MiningがSilvercrest Metalsを15億ドルで合併し、大型案件は2025年に入っても続く。Pan American SilverはMAG Silverを21億ドルで、Dundee Precious MetalsはAdriatic Metalsを13億ドルで合併し、7月末の時点ですでに2024年の総額を抜き、36億ドルに達している。果たしてこの再編の動きは鉱山生産の世界的な増加につながるのだろうか。

## 開発段階別の鉱山供給の見通し 2025年と2029年の比較



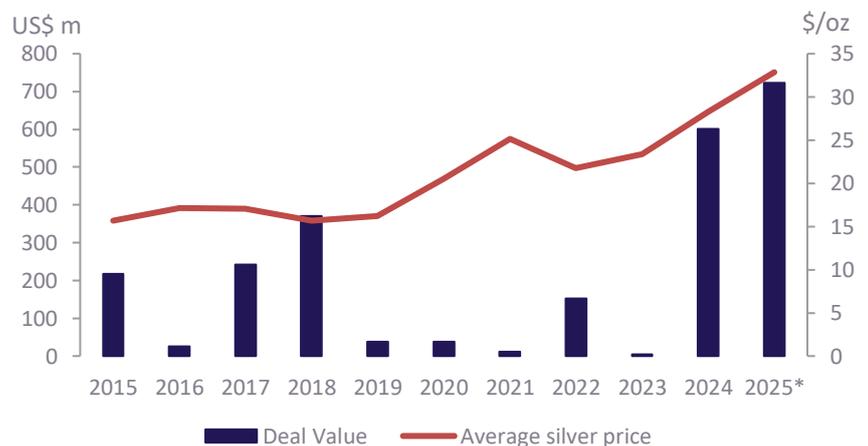
出典: メタルズフォーカス

Coeur、First Majestic、Pan American の合併はそれぞれ Las Chispas、Cerro Los Gatos、Juanicipio (4.4%) などすでに生産が安定している鉱山を含むが、共通した狙いは、収益性の高い鉱山を獲得して豊富なキャッシュフローを手にする事だ。シルバー生産の総コスト (AISC) を見ると、2024年は前年比でマイナス13%で14.58ドル/オンスとなり、2020年以降で初めて下がったが、長期的に見るとAISCは上昇傾向にある。

Las Chispas、Cerro Los Gatos、Juanicipio の各鉱山の2024年の収益はどれもプラスで、Juanicipio は比較的高い製錬処理能力と高い鉱石品位のおかげで生産コストが低い鉱山の一つだ。Cerro Los Gatos はコスト的にはほぼ中程度、一方で Las Chispas は最も生産コストが高い鉱山の一つだ。この三鉱山はどれも副産物の生産があることも特徴で、2024年の年間収入全体に占めるシルバーの割合はそれぞれ70%、51%、64%だった。したがって、シルバーに限れば各鉱山の生産コストはより低くなる。鉱山会社のキャッシュフローが増えれば、探鉱、鉱山資源の可採埋蔵量化、あるいは生産拡大に向けた投資が可能になって鉱山寿命の延長や増産につながり、長期的な生産を維持していくことができる。

今回の一連の業界再編で、Las Chispas、Cerro Los Gatos、Vareš は単独の鉱山運営会社から、複数の鉱山を運営する企業の仲間入りを果たしたが、これは企業にとっても鉱山側にとっても多くの利点がある。第一に単独鉱山への依存が解消されて収入源が複数になることで、金銭的な強みと安定を得られること。第二に一つの鉱山で減産や問題が起こっても、他の鉱山でその影響をカバーできること。これは特に今年第2四半期に生産が商業ベースに乗ったばかりVareš にとっては大きな利点だ。まだ操業が浅い鉱山は障害に突き当たることが多い。

## 発表されたM&A案件と完了した案件の総額<sup>1</sup>



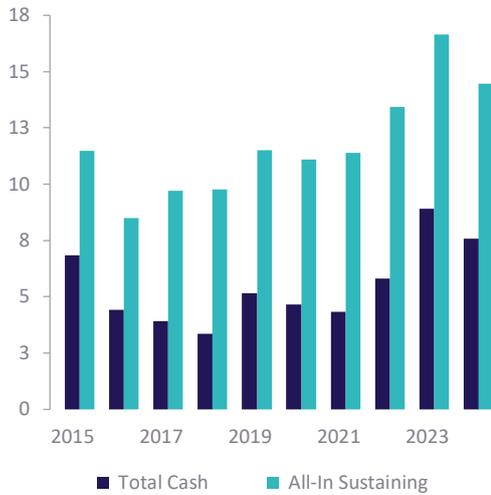
1: 当該年に発表された案件の合計

\* 2025年7月10日現在

出典: ブルームバーグ

## 世界の鉱山生産コスト

US\$/oz (by-product\*)



\* コストは副産物ベース

出典: Metals Focus Silver Mine Cost Service

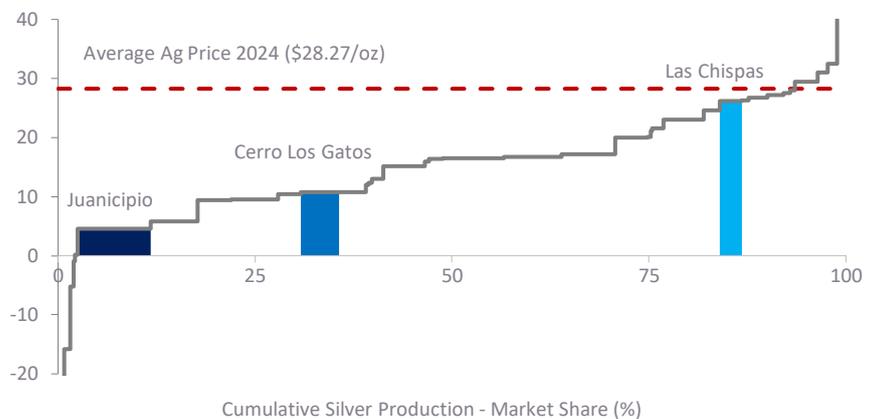
第三に規模が大きい企業ほど資金調達が容易なため、探索や開発のための融資が得られやすい。設備機器、燃料、材料の仕入れなどで大量購入すれば費用の節約ができ、運営コストの削減が可能だ。また、大企業であれば、複数の技術チームでノウハウを共有でき、人事、法務、ITなどの作業を一括して行うことでプロジェクトの人的コストを抑えることもできる。

最後に、企業の吸収合併によって、合併した側はされた側が持つ資源量及び埋蔵量を獲得するが、こういった形で埋蔵量を増やすことで未開発鉱山の探索に関連するリスクを回避できる。新たに獲得した鉱山が地理的に近い場合は、既存の鉱山と合わせることで生産規模を拡大し、単位あたりの固定費を抑えることも可能だ。Coeur はメキシコで Las Chispas を合併したことで、埋蔵量は 14% (1042 トン) 増えて 8414 トンに、First Majestic は Cerro Los Gatos と Esther を手に入れたことで、シルバーの埋蔵量は 70% (1225 トン) 増えて 2972 トンになった。もっともこれは業界全体の埋蔵量が増えたことにはならないが、企業の規模拡大のおかげで探索や開発に対する投資が増える可能性は大いにある。

収益の高い鉱山が鉱山会社のポートフォリオに加わったケースが多い最近の企業吸収合併の流れによって、世界のシルバー供給の見通しは明るくなったといえよう。企業の財務状況が強くなって成長に向けた投資がしやすくなり、それが鉱山資源の可採埋蔵量化と鉱山寿命の延長につながる。しかし、長期的な成長を支えていくには、現役の鉱山が寿命を迎える中で、やはり新たな供給源の開拓は欠かせない。

## 2024年の世界のシルバー鉱山生産コスト

US\$/oz



\* コストは副産物ベース

出典: Metals Focus Silver Mine Cost Service