



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第 155 号 2025 年 12 月 14 日

### ゴールド

FRBの来年の利下げ予測は一回のみで 4200ドルで底値固めに

### シルバー

63ドル近い最高値更新、金銀比価は2021年7月以来初めて 70 以下に

### プラチナ

中国の11月の普通乗用車販売は前年比 8% 以上の減少で 223万台、2ヶ月連続のマイナス

### パラジウム

世界のパラジウム ETP 残高は2018年1月以来多い 40.0 トンに

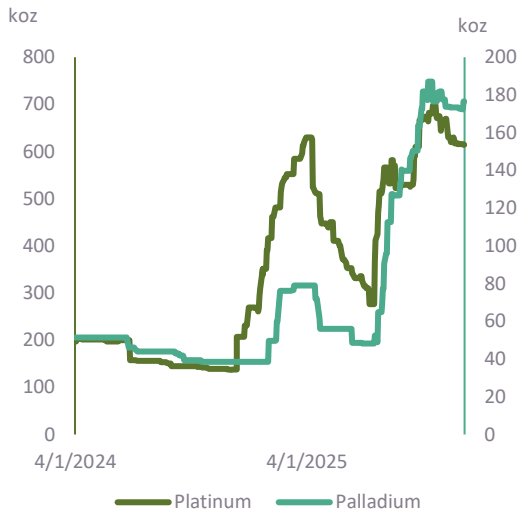
## 2025年のPGMーレンジ相場から再評価まで

2025年はPGM市場が明確に二つの時期に分かれた年となった。つまり数年来のレンジ相場だった時期と、もう一つは4月2日の「解放の日」後の高値更新という全く異なる相場が出現した一年だった。プラチナとパラジウムは3月末までは狭いレンジの中でサプライズもない取引が続いた。持続的な供給不足、流動性の低下、リサイクル供給の低迷などが市場環境を形づくり、記録的な上昇の続くゴールドが圧力をかけた。プラチナの第1四半期の30日年率ボラティリティーは2018年来の低い水準に下がり、そのため根底にある現物不足が目立たないような安定感を作り出した。

しかし、構造的なプレッシャーはすでにその時点で生じ始めていたのだ。今年初めに南アフリカで起きた洪水で鉱山操業が中断されて生産が減った。世界のプラチナの70%以上、ロジウム・ルテニウム・イリジウムの80%以上を生産する南アフリカでの生産中断は、たとえ短期間であっても供給に大きく影響した。特に市場規模の小さいマイナーPGMの供給は打撃を受け、さらにそこにリサイクル供給の低迷が加わった。自動車触媒のリサイクルは2022年、2023年に比べると上向いていたが、2024年後半から2025年初めのメタル価格低迷のおかげで本格的な回復にまでは至っていなかった。また、コロナ禍後の消費者行動の変化として車の使用期間が延びていた為、廃車スクラップの量も減った。これらの結果今年の廃触媒からのメタル供給は一桁台の伸びにとどまっている。

まずマイナーメタルで流動性の逼迫が顕著になった。ロジウムは2025年第1四半期の間に25%上がって5700ドルになり、ルテニウムは化学産業と電子材の需要の成長と中国の投機筋の強い関心を背景に35%上がって630ドルに上がった。その一方でプラチナとパラジウムの反応は鈍く、供給不足にあっても3月までの上昇率は8%にとどまった。イリジウムは米国で水素産業に対する優遇策がなくなり、欧州では防衛費の拡大に政策の焦点が移ったために需要が減ったが、それでも騰落率は3%をわずかに超えて4250ドルにとどまった。

## CME 保管庫の在庫



出典: ブルームバーグ

PGM市場にさらに影響を与えたのが現物の在庫の動きだ。4月2日の米国の関税政策の発表を前に、投機的な思惑も含めた予備的措置としてCME 保管庫の在庫は徐々に増加していた。プラチナの在庫は2月初めの13.0トンから2月末には17.2トンに、3月末から4月初めにかけて19.6トンに増えた。パラジウムも先物が大きく順ざやとなったためとデリバリー量の制限のため、CME 保管庫の在庫がプラチナよりは緩やかだが増えた。その後、プラチナとパラジウムが関税対象外であることがわかり自動車産業の展望が悪化すると、今度はCME 保管庫からメタルが流出し、始め5月にかけて在庫が減った。この動きは当初は価格に影響しなかったが、これに続くボラティリティーの背景となっていく。

2025年第2四半期を通じて安全資産への関心が高まり、メタル価格が上がっていく。過去最高値を更新し続けたゴールドの勢いがプラチナにも及び、特に中国ではプラチナに資金が動いた。プラチナ宝飾品の需要が増えて中国と香港へのプラチナ輸入が急増し、価格もそれに反応した。プラチナは年初来47% 高い1335ドルに、パラジウムも20% 上がって1100ドルに、ルテニウムも50% 近く上がった。ロジウムは南アフリカからの供給が平常に戻るにつれて5475ドル近辺で落ち着き、イリジウムは4000ドル半ばに戻った。

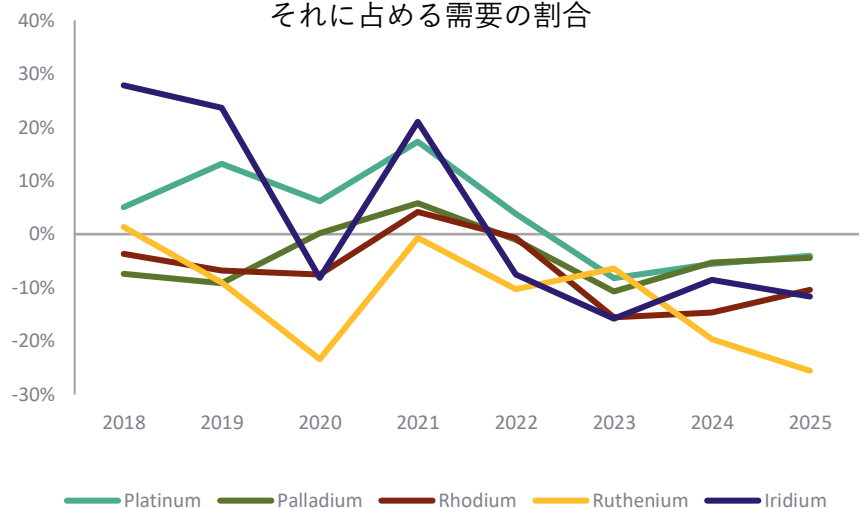
7月初め、銅が関税対象となったことでPGMにも関税が課されるのではとの懸念が再燃し、再び現物が米国へ移動し始めた。さらに通商拡大法232条調査が将来的な制約に対する不安を深めた。PGMは米国地質調査(USGS)による重要鉱物リストに含まれるため、調査結果が明らかになるまでの不確実性が大いに高まったためだ。コロナ禍の時期を除けば、PGMの現物の流れがこれほどまでに極端に変わったことはなく、しかもこの背景にあるのはファンダメンタルズではなく政治的な要因だった。

2025年第3四半期は、PGMが関税対象となる可能性が払拭できないとして通商拡大法232条調査をめぐる思惑が強まり、今年2番目に大きな価格上昇を記録した。ロシア産パラジウムの輸入に対する請願もさらに不確実性を高め、米国国際貿易委員会(USITC)は9月末に予備的な損害認定を発表した。これを受けてプラチナは1563ドルに、パラジウムは1255ドルに上がり、ロジウムとルテニウムも関税とは直接関係ないものの需要要因を背景にそれぞれ7125ドル、925ドルに上昇した。

10月に中国がプラチナの輸入に対する免税措置を撤廃したが、逼迫した供給を背景に市場への即時的な影響は予想されたほど大きくはなかった。これは上海黄金交易所で China Platinum Company を通じて販売されるプラチナに対する税制の変更で、中国の輸入には影響が及んだ。これよりもインパクトが大きかったのは、広州先物取引所で11月27日に始まったプラチナとパラジウムの現物受け渡し型先物取引だ。中国の工業ユーザーやトレーダーは国内での価格ヘッジが可能になり、中国が価格形成に及ぼす力が一段と強まった。初日の出来高はプラチナが62.2トン以上、パラジウムが31.1トン以上となり、CMEの年初来の一日平均出来高(プラチナ56.0トン、パラジウム21.8トン)を大きく上回った。初日以降の出来高は減っているが、建玉は増えている。

2025年も終わりに近づいているが、PGM 市場は引き続き構造的な供給不足、リサイクルの低迷、地政学的リスク、地域による流動性の差異などに動かされている。「解放の日」は今年最大の価格変動のきっかけとなったが、上昇相場を支えたのはそれよりも根本的な供給と投資の要因だ。PGM価格は現在の価格水準を維持する可能性が高い。その背景にあるのは供給不足の継続と、市場の規則が一時的に変化した影響が長びくこの一年で変化した投資家の行動があると考えられる。

PGM マーケットの需給バランス（供給過剰あるいは不足）とそれに占める需要の割合



出典: メタルズフォーカス