



ゴールド

4643 ドルの史上高値更新後、利食い売りで調整

シルバー

93.75 ドルで高値更新、金銀比価は2012年11月以来初めて 50 を割る

プラチナ

12月28日の 2491.20 ドルに迫る 2454.60 ドルまで高騰

パラジウム

中国の2025年の乗用車販売台数は前年比 3.8% 増で 2370 万台も、伸び率は 9.7%(450 万台)のインドには及ばず

シルバー市場逼迫の背景に

米通商拡大法 232条、ETP、中国の輸出政策

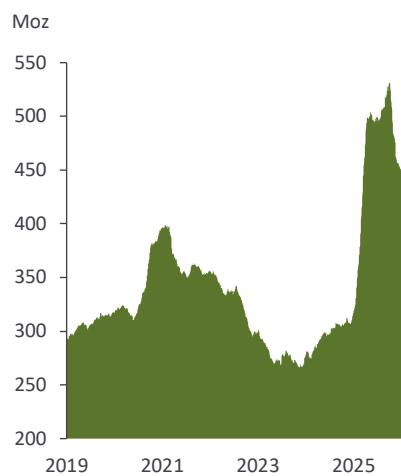
1月14日にトランプ大統領が署名した大統領令は米国が重要鉱物を確保するためのプロセスを定めたもので、重要鉱物に対する関税措置を延期する代わりに他の貿易相手国から供給確保の検討を命じた。シルバーはこの発表を受けて関税懸念が和らぎ、利益確定売りで史上高値から反落した。

現物市場の逼迫、特にロンドン市場における流動性の低下は、2025年と今年初めのシルバーの強い価格上昇の背景の一つであり、高い水準にあるリースレートと大きなボラティリティにそれが現れている。リース取引に依存する市場参加者にとっては頭の痛い問題で、史上高値に達したことでさらに警戒が高まる。足元のリースレートは多少下がっているが、それでも通常よりも高い水準にある。

供給不足が続いている要因にはいくつか考えられるが、中でも最大のものは不透明な米国の貿易政策である。特に、昨年10月に発表されるはずだった通商拡大法232条の調査結果が、政府閉鎖によって延期されていることが大きい。9月に現物プレミアムが急騰し、CME の在庫がロンドンに流れる動きがあったものの、関税をめぐる不透明な環境が続く中、CME の在庫水準は高いままだ。本稿執筆時において CME の在庫は 1万3497.4 トン、2024年の大統領選挙当時を 4割も上回っている。

ロンドン市場の特に昨年9月以降の逼迫は、そのほとんどがシルバー ETP であるシルバー投資が急増したことも一因だ。2025年の世界のシルバー ETP 残高は 8645.8 トン増え、年末までに 4万1145.3 トンになった。そのうち 2万1614.5 トンがロンドンの民間倉庫に保管されている。しかし、この数字は、2021年初めに Reddit がきっかけで起こったスクイーズでシルバー ETP の原資となる現物がロンドンに 2万3791.5 トン保管されていた時と比べると少ない。

CME保管庫のシルバー在庫



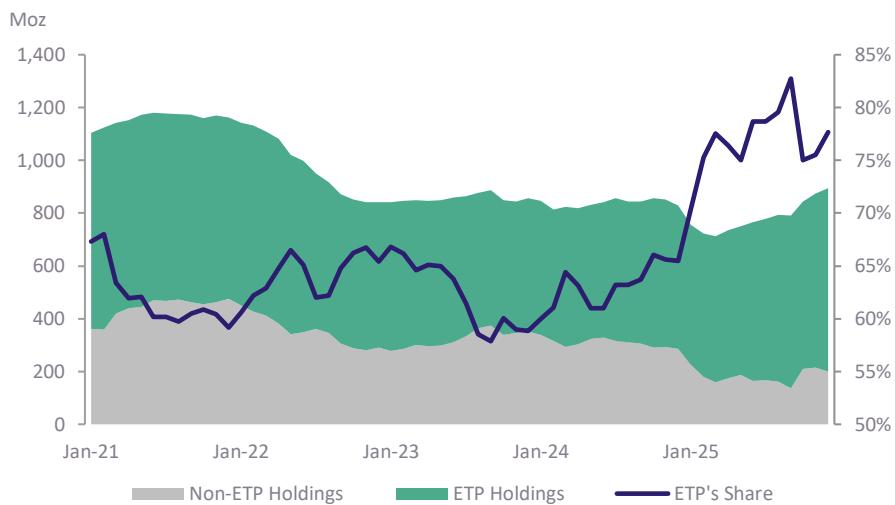
出典: ブルームバーグ

とはいっても、2021年のロンドン市場は全体の在庫水準が今よりも大幅に高かったため、流動性の逼迫には繋がらなかった。これに対して2025年は、関税措置を警戒した流出、ETPの強い需要、これまでの構造的な供給不足により、ロンドンのETP以外のシルバーの在庫は9月末時点で4229.6トンと、過去最低の水準まで減ったとの報告がある。2025年末までは6220トン近くまで回復したが、2021年当時は1万1196トンあったことを考えると非常に少ないことがわかる。

インドやカナダなどシルバー地金を国内に保管する地域でシルバーETPの需要が大きく増えたことも世界的な流動性を低めることにつながった。インドとカナダだけでも2025年は3110トン以上のETP関連の現物在庫が増えた。この一方で、業界関係者によると、シルバーのコインとインゴットの需要は9月以降、急速に回復に向かっている。

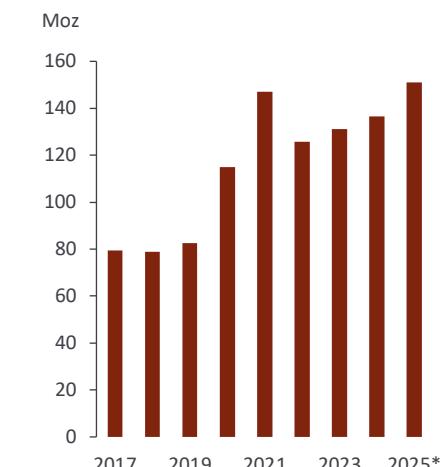
このように供給に圧力がかかる状況があったところに、中国政府は10月にシルバー輸出に関する政策を発表し、それが混乱を招いて状況が悪化した。中国は長い間シルバー地金の世界最大の精錬国で、インドなど複数の最終市場国にとって非常に重要な供給国だ。次のページの左図に示すように、中国は2025年1月から11月にかけて、2020年から2024年の年間平均を15%上回る過去最高となる4696.1トンのシルバー地金を輸出した。そういったことで2026年～2027年のシルバー地金輸出ライセンスを取得するための新たな基準を政府が発表した際に、輸出禁止措置の可能性が取り沙汰され、市場の逼迫が一段と悪化すると懸念されたのだ。

ロンドンの民間保管庫にあるシルバー在庫



出典: LBMA, ブルームバーグ、メタルズフォーカス

中国のシルバー地金輸出



*1月から11月

出典:S&P グローバル

しかし、我々はそのような懸念は取り越し苦労ではないかと考えている。中国では以前からシルバーを輸出するにはライセンスが必要で、対象となる企業は2年ごとに見直されてきた。今回の新しい基準の大きな変更点は、既存の輸出認定企業は2022年から2024年まで毎年輸出の実績がなければならない点と、これから新たに認定される企業は2024年のシルバー生産量が80トン以上（西部地域の精錬所については40トン以上）であるという二点だ。これ以外の要件にはそれほど変更がない。

従って、今回の新たな政策は輸出の禁止やシルバー輸出に対する政府の姿勢の変化と解釈すべきはなく、むしろ輸出ライセンスの管理をより厳格化する方向の現れではないだろうか。公表された2026年～2027年の認定輸出業者のリストを見ても、44の認定企業のうち、32は2024年～2025年にも認定された企業で、新たに認められた企業は12に止まっている。

今後の見通しとしては、トランプ政権が重要鉱物に対する関税を見送って他国との貿易交渉を行う姿勢であることから、少なくとも当面は関税をめぐる懸念は和らぐ可能性が高い。このため今、非常に高い水準にあるCME在庫は、ロンドンへ動くことになるかもしれない。しかし、EFPが急増した前例や米国の貿易政策が予測困難であることを考えると、先物のショートポジションの裏付けのために米国内に現物をキープしておこうとする考えは今後も変わらない可能性がある。従って実際にどれだけのメタルがロンドンに動くかはわからない。その一方で、西側諸国ではシルバースクラップの供給量が増えているにも関わらず、高品質な精錬を行う能力が追いついていないため、メタルが素早く市場に戻ることを妨げている。そのため2026年は構造的な供給不足も加わって、シルバー地金の地上在庫は当初予想されていたほどには増えていない。

今後、ロンドンの在庫回復が進んで、中国のシルバー輸出が例年通りの水準となれば、シルバー市場の歪みは最終的には解消に向かうだろう。そうなれば一時的にせよシルバー価格は調整局面に入るかもしれない。しかし、下がってもすぐに投資家が買い上げ、今後当分の間はシルバー価格はさらに上昇する余地があるだろう。