



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第174号 2026年5月9日

### ゴールド

イラン戦争和平交渉への期待でドル安、ゴールドは4700ドルを超える

### シルバー

世界のシルバー ETP 保有高は11月半ば以降で最低の3万8066.4トン

### プラチナ

波 Hynfra と UAE の Fidelity Group は、ヨルダン政府が10万トンのグリーンアンモニア生産プロジェクトを承認と発表

### パラジウム

イタリアでは4月のガソリン・ディーゼルの普通乗用車販売高が減って、ハイブリッド、PHEV、BEV が前年比85%増

## 鉱山会社、ゴールドではヘッジ取引解消も シルバーでは再び活発に

2025年はゴールドとシルバーでヘッジ取引の動きが大きく別れた年だった。ゴールドのヘッジ売りの買い戻しは早いペースで進み、ヘッジ売り残高は年末時点で2024年第2四半期以来最も少ない137トンだった。シルバーでもヘッジ売りの買い戻しでヘッジ売り残高は2025年第1四半期に数年来の低い水準になり、当初は買い戻しが続くかと思われた。しかし、第2四半期にベースメタル生産者の関心が再び高まってヘッジ取引が活発になり、年末までに1656トンに達した。

世界の主要産金会社の総コスト(AISC)は2020年から上昇基調にあり、2025年第4四半期には過去最高の1706ドル/ozに達した。それにもかかわらず、2023年第4四半期からAISCマージンは伸びており、2025年第4四半期は2429ドル/ozに上がった。この時期、ゴールドのヘッジ取引はネットベースでヘッジ売りから買い戻しに変わり、AISCマージンの拡大に伴ってヘッジ売りの残高は減っている。このような相関関係が生じるのは、鉱山会社がスポット価格での利益確定を求めているからだ。

生産会社は積極的にヘッジ契約の解消を進め、その動きは2025年に加速した。Alamos Goldは2024年第2四半期にArgonaut Goldを買収した際に10.3トンのヘッジブックを引き継いだ。その後、同年第3四半期に前払い契約を締結してヘッジ売り残高の半分を解消し、さらに翌年第4四半期には2026年上半年引き渡し予定分に相当する1.6トンを1億1350万ドルの現金にて決済した。レガシーヘッジ取引解消の平均行使価格は1821ドル/ozで、2026年第1四半期の平均スポット価格を2800ドル以上も下回っていた。

オーストラリアの鉱山会社もヘッジブックの縮小に積極的に動いている。2025年第4四半期には、Ramelius ResourcesとVault Mineralsはそれぞれ284万豪ドル、1億7270万豪ドルで一部のポジションを解消した。Bellevue Goldは現物を前倒しで引き渡し、2026年第3四半期までの契約引き渡し義務を解消した。ゴールドの高価格とマージンの回復で、レガシーヘッジ取引を解消できる余裕が生まれたことが背景にある。

### 豪州の主要な鉱山生産会社の 実現価格とスポット価格の差



出典: 各社報告書、メタルズフォーカス

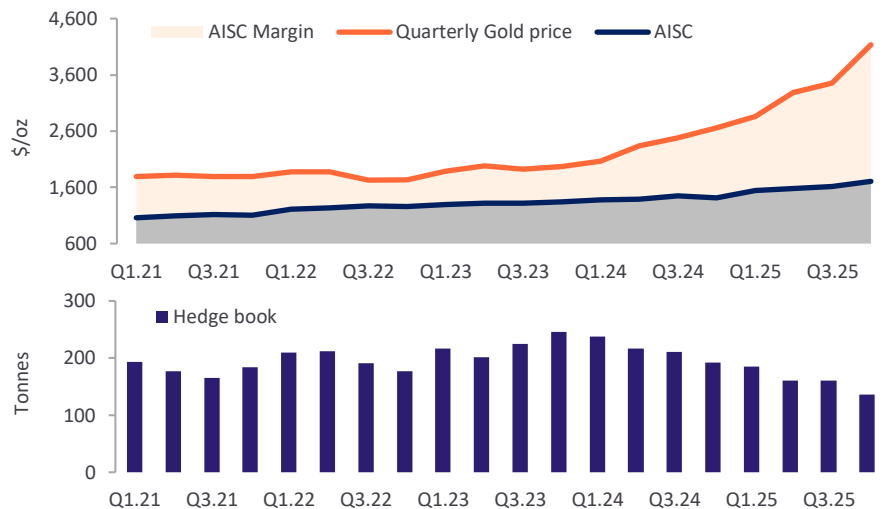
ゴールドのスポット価格と契約行使価格の差が拡大し、ヘッジ取引を行う鉱山会社の収益に大きな下押し圧力がかかっていることもある。

2023年第1四半期から2026年第1四半期にかけて、ヘッジ価格とスポット価格の差がさらに開いたため、確定及び未確定損失と負債が膨らんだ。ヘッジ取引を行なっている11社の年末報告書を我々が分析した結果、2024年から2025年にかけて前年比で損失が大幅に増加していることが確認できた。多くの企業はこの状況を乗り切れているが、最近の報告によれば、EMR Capital と Golden Energy Resources が所有する Ravenswood 金鉱山はカウンターパーティーによるヘッジ契約の解消が始まったため管財手続きに入ったとされる。

このところヘッジ取引として多く使われるのがプットオプションで、鉱山会社は下値を確保しつつ価格上昇が続いた場合には上昇メリットにも参加できる。Perseus Mining は2025年の間にフォワード契約を徐々に減らし、代わりにゼロコスト・カラーと追加のプットオプションを購入した。年末時点で同社のプットオプション残高は6.7トン(行使価格 2619ドル/oz) で、2024年の 1.4トンから増えた。

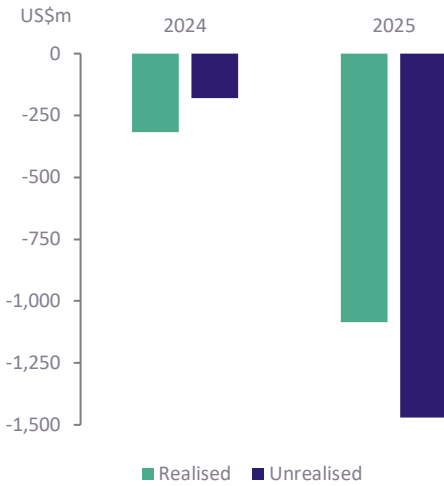
ヘッジ取引は、設備投資額が大きい期間にキャッシュフローを確保するために用いられることが多く、2025年も例外ではなかった。Greatland Gold は Telfer 鉱山の3件の拡張プロジェクトを進め、また Havieron に対する投資決定が見込まれる中で、2027年後半までの下値リスクを軽減するプットオプションを購入した。長い間ヘッジ取引を行わないとされてきた Barrick Mining も、2028年第3四半期までの生産をカバーするために、2025年第3四半期に 27.9トンのゼロコスト・カラーを購入した。これは2026年のプロジェクト関連の支出が25億ドルから27.5億ドル、ゴールド資産の設備維持費が 11億ドルから12.5億ドルに上ると予測されたためだ。

### 産金企業の総コストマージンと ヘッジ取引



出典: ブルームバーグ、メタルズフォーカス

### ヘッジ取引の確定・未確定損失



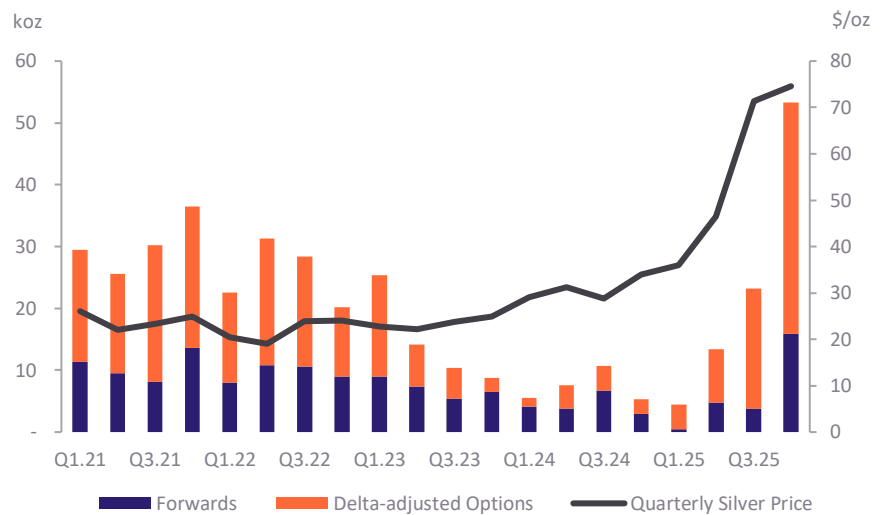
出典: 各社報告書、メタルズフォーカス

一方、シルバーでは、ベースメタル生産会社がスポット価格及びボラティリティーの上昇に反応したため、デルタ調整後のヘッジブックがゼロ近くまで縮小する可能性は消えた。シルバーのヘッジ売りを固定することで副産物のメタル価格の変動によりリスクを軽減し、より安定したキャッシュフローが生まれる。シルバーの契約購入は徐々に始まり、KGHM がゼロコスト・カラーを購入、Hindustan Zinc が2025年第2四半期にフォワード契約を行い、その後も積み増しが続いた。2025年第4四半期には Peñoles と Volcan Compañía Minera の両社が新たなフォワード契約を締結した。年末時点のヘッジ取引全体の 85% がこの4社の取引だった。

シルバー鉱山会社によるヘッジ取引は年間を通じて増えている。シルバーのヘッジ売りの背景にあるのは、ベースメタル生産会社であってもゴールド生産会社のヘッジ売りと同じ理由だ。Hecla Mining はKeno Hill 増産期間中のキャッシュフロー確保を目的として2026年第4四半期までの 301トン分のゼロコスト・カラーを購入した。ゴールドと同様にシルバーのヘッジ取引でも損失が報告されており、Hecla と Harmony はそれぞれ、2025年第4四半期に1040万ドル、2025年下半期のゼロコスト・カラーで 6600万ドルの損失を計上している。

2026年第1四半期初めの報告を見ると、ゴールド市場では積極的なものからそうでないものも含めて引き続きヘッジブックの解消が進んでおり、フォワード契約よりもプットオプションを選ぶ傾向が続いていることが確認できる。

### シルバーのヘッジ取引の変遷



出典: ブルームバーグ、メタルズフォーカス