

WEEK IN REVIEW: Wake me up when September ends

長期的かつ厄介な今夏の北朝鮮及び米国の政治的混乱を取り巻く地政学リスクの上昇は、ゴールド価格を7月安値から\$100/oz以上も上昇させる要因となった。リスクヘッジとしての従来通りの役割や2015年1月以来の下値を付けたドル下落の恩恵を享受し、ゴールドは10ヶ月ぶりの高値となる\$1,320/ozを付けている。足許、ゴールドには多くの好材料が揃っている。ゴールドはテクニカル的には主要な抵抗線を既に上抜けており(5ページ御参照)、現在は昨年の高値である\$1,375/ozを上抜ける可能性が高く、他の貴金属の価格上昇に一役買っている。北朝鮮の核問題を巡る懸念が落ち着く兆しは殆ど見られず、米トランプ大統領のこれまで以上に思慮のない(直情的な)発言によって更に悪化する可能性がある。9月1日発表の米非農業部門雇用者数の結果は15万6千人と市場予想を下回ったことや、米失業率が4.4%まで上昇したという事実は米成長見通しに影を落としており、ゴールドにとっての更なる好材料となっている。

トランプ政権は、債務上限引き上げ問題を巡る議会との対立が9月に差し迫っており、厳しい状況に直面している。政府機関の閉鎖、及び潜在的には大規模な損害を与え得る債務不履行を回避すべく、この問題は10月初旬までに解決されるに違いない。この種の政治的問題は、2011年の米国債ショックの事例に代表される様にドル及び国債が急落し、投資家達がヘッジ投資先を求めるため、ゴールド・シルバーにとっては強いサポート要因となる事が証明された。米議会は既に政府の歳出問題のみならず、ハリケーン「ハービー」による被災者支援やメキシコ国境の壁建設予算を巡る債務上限引き上げ問題においても意見が分かれている。これらの問題は議会の保守派メンバーによって強固に反対されることで本問題に関する議論は長期化、激化するだろう。依然起り得るような出来事ではあるが、もしアメリカが万が一にも債務不履行に陥った場合、債券市場は混乱し、ドルは大幅に下落、米国債の信用が失墜した場合においても、ゴールドは真の安全資産の一つであり続ける。遅かれ早かれ、債務上限引き上げ問題は議会で合意される可能性が高いものの、現在も実現されていない重要公約である税制改革法案に関する議論に充てられるべき時間は無駄になる可能性が高い。

現在も政治的・経済的な先行き懸念は継続しており、短期間で有意義な税制改革が実現されない可能性が高いのにも関わらず、米株は引き続き過去最高値に迫っている。これを受けて機関投資家が米株株式の持ち高を増やす一方、そのヘッジ先としてゴールドの保有量を増加させることを引き続き促す可能性が有る。COMEXにおける投機筋の先物ネットポジションは長期的視点から見ると大きくは増加してはならず、過去最高水準の65%に留まっており、今後更に増加する余地がある。

ゴールドの強気相場であろうという見直しを変化させようとする要因は何か。これには幾つかの要因が考えられる：第一に、債務上限引き上げ問題に関して迅速な合意が得られ、かつ北朝鮮を巡る懸念が後退した場合に、現在のゴールド価格に織り込まれているリスクプレミアムが過度なものとなった場合である。これは、足許の利食い売りに十分なCOMEXの新規投機筋のポジション及びETFのポジションで見られるだろう。第二に、市場がFRBの利上げを再度意識した場合であろう。

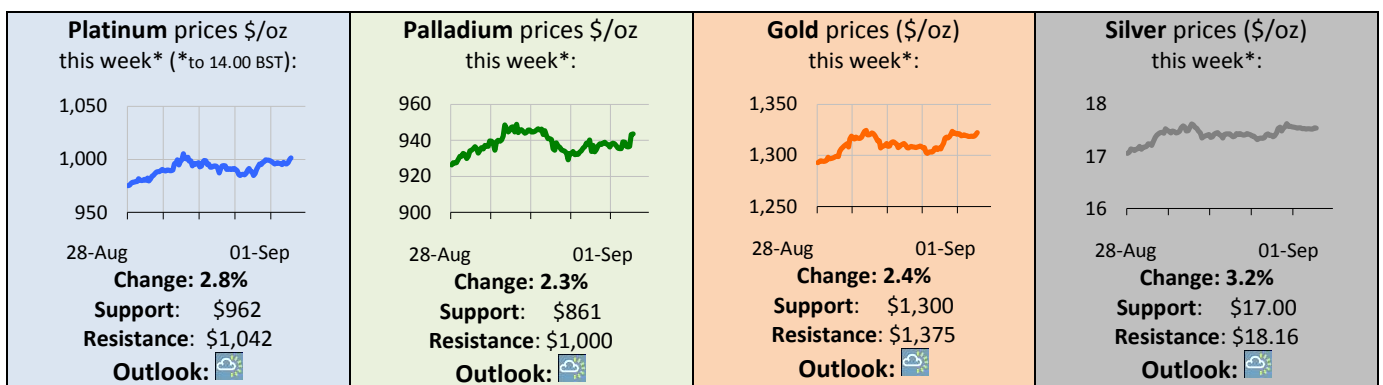
FRBは頻りに繰り返される議事録公開及び同方針に沿うべく、今年中に後1回利上げする旨を宣言しているが、フェデラル・ファンド金利先物市場では、次期利上げは2018年9月に行われる可能性が最も高いという見通しの下、FRBによる年内利上げの可能性は考慮されていないものと見られる。FRBは、満期を迎えた債券に対する再投資を行わない事によってバランスシート縮小に取り組む事を宣言している。もしその他の条件が等しいのであれば、債券価格は下落するに伴って利回りは上昇し、アメリカの実質金利が上昇し、利回りのつかないゴールドをはじめとする貴金属の保有コストが上昇するであろう。もしFRBがバランスシート縮小を遂行するのであれば、今年の残りのマクロ経済環境はゴールドにとって弱材料となる可能性が高い。最後に、ドルが下落することで輸入価格が上昇すること、或いはハリケーン「ハービー」による被害によってエネルギー価格が高値を維持することによって、アメリカの雇用環境及びGDP成長率が改善を見せた中でも長い間上昇を見せなかったインフレ率が上昇した場合である。これによってFRBによる利上げ観測が上昇する可能性が有る。しかし、短期的にはゴールド価格が下支えられる可能性は高く、特に来週の会合で欧州中央銀行が量的緩和と政策縮小を示唆するのであれば、ユーロは対ドルで更に上昇し、ドル建て取引されるゴールドにとっては強いサポート要因となるであろう。

プラチナ

プラチナは今週、ゴールドの価格上昇を背景に投機筋によって買い支えられたことで、5月以降初めて心理的節目である\$1,000/ozを上抜けた。

プラチナは7月に直近の下値である\$887/ozを付けて以来上昇基調にあり、\$100/oz(11%)以上の上昇幅を見せている。投機筋は、7月初以来NYMEXのショート・ポジションを31t以上減少させており、足許のグロス・ショートは30.5tと4ヶ月ぶりの低水準となっている。一方で、グロス・ロングは2月以来の高水準となる87tまで増加し、ネット・ロングは55.9tと6ヶ月ぶりの高水準に達した。投機筋によって買い支えられている一方で中国での現物需要は引き続き弱く、上海黄金交易所における8月のプラチナ取引数量は17%減となる2.7tとなっており、またETF市場においても利食いが入った。

自動車触媒分野のプラチナ需要見直しは、ディーゼル車に対する世間の風向きの変化により暗雲が立ち込めている。BMW、Ford、Hyundai、Mercedes、Toyota、Vauxhall及びVWグループ等の自動車メーカーは、英国で使用されている旧型のガソリン車及びディーゼル車に対して買替促進(scrappage scheme)を行い、旧型の自動車から環境に優しい新型モデルへ乗り換える顧客に対して現金割引を適用する。VWは既に同様の方策をドイツで実施している。同方策はディーゼル車の買い替えのみに限定されないが、ディーゼル車を取り巻く悪評(negative publicity)は、旧型ディーゼル車を廃棄してガソリン車に乗り換える風潮を誘発する可能性があり、結果的にプラチナ需要を減少させ、パラジウムの需要拡大をもたらすであろう。また、これには前例がある。即ち、2009年にイギリス政府が買替方策を促進していた当時、消費者は中古車となってもあまり値落ちしない小型且つ安価のガソリン車を好む傾向が顕著に見られた。これは、当時の新車販売台数におけるディーゼル車のシェアが急落したことも表れた。英国自動車工業会によると、イギリスにおける年初来のディーゼル車販売割合は11%減少しており(ガソリン車の同割合の減少幅は2%)、またディーゼル車のシェアは今後も減少傾向にあるため、ディーゼル車の排ガス浄化触媒向けプラチナ需要



は減衰する可能性がある。プラチナ需要減少に歯止めをかけている要因の一つは、新型ディーゼル車のプラチナ搭載量が 2009 年以前の旧型モデルよりも遥かに増加している事である。

鉱山に関しては、PGM 生産量において世界トップ 5 に位置しており、新しく名称を変更したゴールド及び PGM 鉱山会社グループの Sibanye-Stillwater が 6 月 30 日までの上半期の実績を公表した。同グループは、前 Aquarius 社と前 Anglo 社との事業統合以来、6 ヶ月で南アでの PGM 鉱業事業から 3,800 万ドルの利益を上げ、約 4,100 万ドルと多額の費用を削減できた事を報告した。また、買収後 2 ヶ月間で、Sibanye-Stillwater はパラジウム価格の高騰による恩恵を享受し、米国の PGM 鉱業およびリサイクル事業から得られた 2,800 万ドルの営業利益についても報告した。この様に優れた業績を上げた一方で、連結ベースでは Stillwater 社の買収費用及び閉鎖鉱山の減損損失、訴訟問題により純損失を計上した。下半期に於いては債務削減とキャッシュの確保に焦点が当てられるだろう。

パラジウム

パラジウムはテクニカル的な上昇トレンドが続いており、また実需家及び投機筋の双方からの買いが入り価格が引き続き堅調に推移した為、今週において 16 年ぶりの高値である \$950/oz をつけた。

パラジウムは \$900/oz の水準を 8 月中旬に上抜けて以来、引き続き上昇しており、今週には 16 年ぶりの高値となる \$950/oz をつけた。これまでは \$949-950/oz の水準で強い売り圧力が生じていたが、パラジウムは比較的短期間でこの水準を上抜け、心理的節目となる \$1,000/oz まで上昇する余地があるものと考えられる。究極的な抵抗線は 2001 年の高値である \$1,125/oz にあるが、利益食い売りが入る可能性が高い為、パラジウムはそこまでの高値には到達しないものと見られる。

年初来でパラジウム価格は \$270/oz 以上上昇しており、特に 5 月に急上昇して以降、\$200/oz 近くの上昇を見せている。5 月下旬以来で投機筋の NYMEX のネット・ロングは 20t 以上増加しており、グロス・ロングは現在 3 年ぶりの高水準となる 96t に達している。現状では多くのポジションがのイン・ザ・マネー（オプション取引における市場価格が行使価格よりも高い状態）である為、オプションの買い手は権利行使をすれば、いくらかの利益が得られるだろう。パラジウム価格が 2014 年ぶりの高値を最近上抜けたにも関わらず、先物市場における投機筋のグロス・ロングは 2014 年 9 月につけた最高水準よりは約 16% 少ないままである為、今後増加する余地はあるだろう。しかし、グロス・ショートは過去最高水準の 34% とかなり低い水準から増加する可能性があり、その場合にはパラジウム価格の重石となるであろう。

先物市場において投機筋によるスクイーズが続いている事は明らかであるが、これによって依然として深いバックワーデーションが続いており、結果的にリースレートが急騰している。先物市場において投機筋によるスクイーズが続いている事は明らかであるが、これによって依然として深いバックワーデーションが続いており、結果的にリースレートが急騰している。スポンジプレミアムは引き続きフラットであるが、これはスポンジに対する工業需要は強いものの、投機筋からパラジウムインゴットへ強い需要が止まない限り引き続きすっぽん時プレミアムはフラットのままであることを意味する先物市場において投機筋によるスクイーズが続いている事は明らかであるが、これによって依然として深いバックワーデーションが続いており、結果的にリースレートが急騰している。スポンジプレミアムは引き続きフラットであるが、これはスポンジに対する工業需要は強いものの、投機筋からパラジウムインゴットへ強い需要が止まない限り引き続きすっぽん時プレミアムはフラットのままであることを意味する。最終的には、パラジウム市場のタイト化によって利益確定の売りが入るであろうが、問題はいつそのトリガーが引かれ、何がそのトリガーとなり得るのか、である。もしかすると 2001 年と同様、そのトリガーはパラジウムがプラチナと同等か或いは上回る水準に達したときなのかもしれない。

ゴールド

直近数日において、ゴールドは昨年の米大統領選後の直近スポット高値の水準まで上昇しており、また直近 1 年で同高水準での持続的な推移は見られていない。

冒頭で述べた通り、テクニカル的な地合いや、政治経済面の不安といった引き続きサポーターティブなマクロ環境といったゴールドの上昇要因はいくつも挙げられる。然し、ゴールドは直近の買われすぎの水準から売り戻される可能性が有り、直近の買われ方は投機筋による利食い売りに晒される余地がある。8 月においては新規のグロス・ロングの増加やショートカバーが入ったことでネット・ロングは 50% 以上増加して 684t に達し、また ETF 残高も 34t まで増加した。

今後数週間及び数ヶ月においては引き続きゴールドにとってサポーターティブなマクロ環境が継続する可能性は高いが、FRB がバランスシートを縮小した場合、或いは地政学リスクが一服した場合、投資家はポジションを再構成するリスクもある。マーケットは政治リスクを過大評価していること、また FRB がバランスシートを縮小し利上げに踏切る可能性を過小評価していることは、引き続きゴールドが下落する主なリスクである。

シルバー

シルバーは現在 2 か月振り高水準にあり、短期的に更に上昇する可能性が高い。シルバーは足許ゴールドに連れて推移しており、ゴールド:シルバーレシオは 75 となっていることから、シルバーはゴールドよりも比較的堅調に推移する可能性が有る。

地政学的及びマクロ経済的懸念によって短期的な投資家のシルバーへの投資意欲は下支えられてる可能性が有り、足許価格は上昇しているものの、斯かる動きは至って普通である。

更にシルバーの投資家ネット・ロングは増加する余地がある。COMEX のグロス・ロングは年初来平均値を下回り、グロス・ショートは依然として年初来平均値よりも 20% 高い水準にある。即ち、mean reversion (平均回帰性) によってショートカバーが入る可能性が有る。ETF 残高は 8 月に於いて売り込まれたが、これは更なる残高の増加を招く可能性もある。8 月下旬における造幣局シルバーイーグルコインの販売数量は、恐らく足元の政治的不透明性によって 6 月下旬や 7 月下旬と同様に増加した。

ECONOMIC CALENDAR: Mitsubishi from Bloomberg

4-Sep	5-Sep	6-Sep	7-Sep	8-Sep
US 祝日 Japan: 8月マネタリーベース 前 15.6% 予 15.6%	China: 8月コンポジット PMI 前 51.9 EU: 7月小売売上高(前年同期 比)前 3.1% 予 2.0% 8月マークイットコンポジット PMI 前 54.9 予 54.9 US: 7月製造業受注指数 前 3.0% 予 -3.2% ブレイナード FRB 理事 講演	US: 9月MBA住宅ローン申請 件数 前 -2.3% 7月貿易収支 前 \$-436 億 予 -445 億 8月ISM非製造業景況指 数 前 53.9 予 55.1	EU: 9月ECB主要政策 金利 前 -0.4% 予 -0.4% 第二四半期GDP前 年同期比 前 2.2% 予 2.2% US: 新規失業保険申請 件数 前 23.6 万件	Japan: 第二四半期GDP (前期比) 前 1.0% 予 0.7%

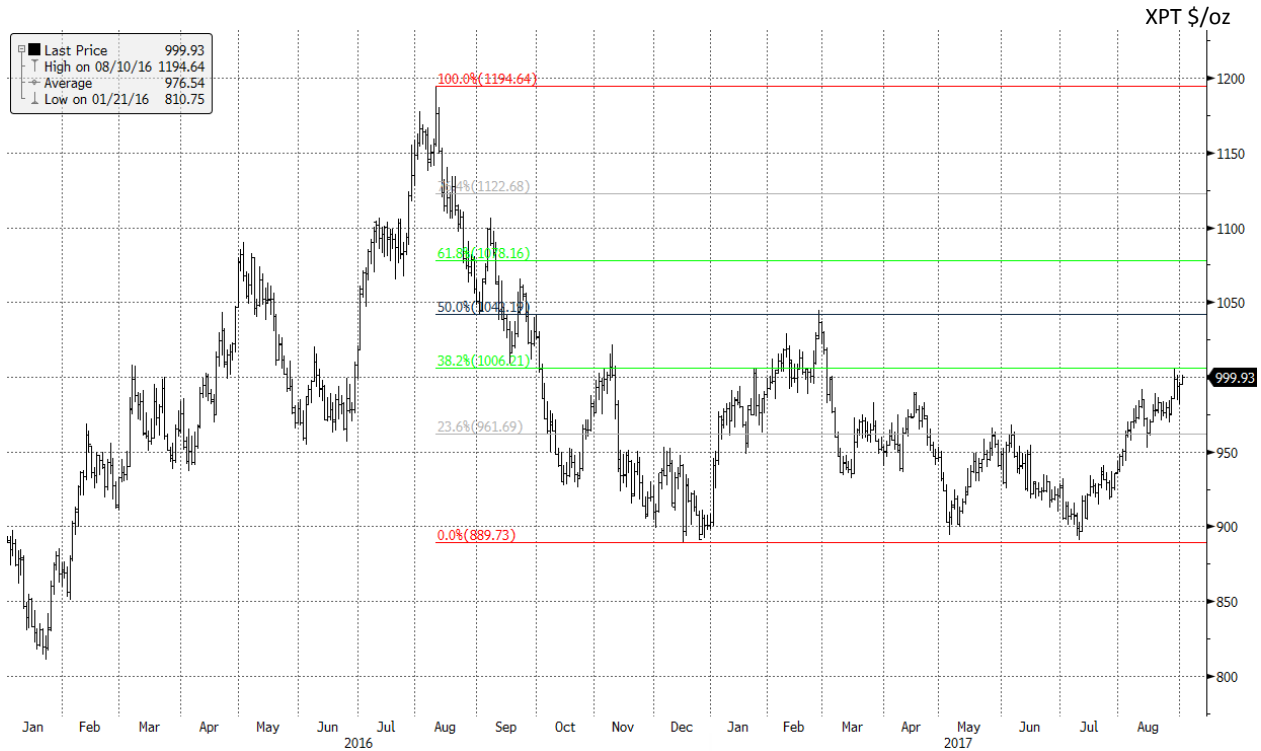
DATA BANK: Updated at 14.00 on 1st September

Metal Price Indications (US\$/oz)				
	Platinum	Palladium	Gold	Silver
Current spot price	1,001	943	1,322	17.55
Change from yesterday's close (%)	0.58	0.64	0.40	0.34
Metal Forward Swap Indications (basis points)				
	1m	3m	6m	12m
Platinum				
Mid point of spreads	140.00	140.00	140.00	140.00
Daily change	0.00	0.00	0.00	0.00
Palladium				
Mid point of spreads	-300.00	-300.00	-300.00	-300.00
Daily change	-100.00	-100.00	-100.00	-100.00
Gold				
Mid point of spreads	145.00	149.00	151.00	152.00
Daily change	-3.00	0.00	0.00	65.00
Silver				
Mid point of spreads	157.00	160.00	164.00	175.00
Daily change	0.00	0.00	0.00	0.00
PGM Sponge Indications (\$/oz)				
JMUK sponge vs. Zurich ingot switch				
Platinum				
Mid point of spreads	2.00			
Palladium				
Mid point of spreads	0.00			
LIBOR (%)				
	1m	3m	6m	12m
USD LIBOR Indication	1.24	1.32	1.45	1.71
Daily change	0.00	-0.00	-0.00	-0.01
Foreign exchange indications				
	EUR / USD	USD / JPY	ZAR / USD	DXY
Latest	1.19	109.99	12.90	92.51
Daily change (%)	-0.24	0.15	0.91	0.17
Non commercial futures				
As at 1st August 2017	Platinum	Palladium	Gold	Silver
Net long position (Moz)	0.9	2.1	13.8	198.3
Weekly change (%)	19.5	8.9	38.7	34.3
Exchange Traded Funds				
	Platinum	Palladium	Gold	Silver
Total holdings (Moz)	2.4	1.6	67.6	665
Physical flows in China				
	Platinum	Gold	Silver	
SGE turnover (kg)	32	28,610	3,000	
Comparison with 30-day average (%)	-73	122	193	
Local premium /discount (%)	7.0	0.6		
Daily change (%)	107.0	100.6		
PGM basket price indications				
USD basket price per ounce	1001			
Daily change (%)	0.5			
ZAR basket price per ounce	12,913			
Daily change (%)	-0.4			

TECHNICAL ANALYSIS: Source – Mitsubishi from Bloomberg

プラチナ

予想通り、数週間前に指摘した三重底からプラチナは一気に上昇した。足許は心理的節目の\$1,000/oz の上部であり、2016 年高値と2016 年安値を結ぶ 38.2%フィボナッチリトレースメントの水準である\$1,006/oz に抵抗線がある。次の主要な抵抗線は昨年の高値と安値を結ぶ 50%フィボナッチリトレースメントの水準である\$1,042/oz にあるものと見られる。



パラジウム

パラジウムは一度 16 年振り高値である\$950/oz をつけ、現在も 2016 年初以来続く長期的な上昇トレンドに乗っている。この上昇トレンドチャネルに乗れば年内に\$1,000/oz をつける可能性が有る一方、利食い売りが入ることでパラジウムは支持線である\$893/oz 及び\$750/oz まで下落する可能性もある。



ゴールド

ゴールドは 2016 年の高値・安値の第 3 四分位(価格差を四分割した内、低い方から 3/4 の位置)の水準にあり、次の抵抗線は昨年の高値である\$1,375/oz 近辺にあると考えられる。2011 年に高値をつけて以来続く長期的な下降トレンドチャネル(下図の赤線部分)を上抜けてもなお同レンジを維持しており、短期的、少なくとも 9 月中旬までは\$1,350/oz を目指して推移する可能性がある。一方で相対力指数の観点からはゴールドは買われ過ぎの水準に突入しており、今後反転する可能性もある。短期的なサポートラインは足許では\$1,315-16/oz 近辺にあるものと見られ、次いで心理的節目の\$1,300/oz、2016 年の高値と安値を結んだ 61.8%フィボナッチリトレースメントの水準である\$1,278/oz と続いていくものと見られる。



シルバー

シルバーは直近 2 日で昨年高値である\$21/oz をつけて以来続く下方トレンドラインを上抜け、現在は 2016 年 7 月高値と 2017 年 7 月安値を結ぶ 38.2%フィボナッチリトレースメント上にある。現在は\$18/oz、及びその上部の同 50%フィボナッチリトレースメントの水準である\$18.16/oz を試している。一方、売りが入ることで、200 日移動平均での水準である\$17/oz まで下落する余地もある。



<i>Spot</i>	<i>Forwards</i>		<i>Leases</i>	<i>Futures</i>	<i>Options</i>	<i>Swaps</i>
<i>Gold</i>	<i>Silver</i>	<i>Platinum</i>	<i>Palladium</i>	<i>Rhodium</i>	<i>Ruthenium</i>	<i>Iridium</i>

This document is not and should not be construed as an offer to sell or the solicitation of an offer to purchase or subscribe for any investment. Mitsubishi Corporation has based this document on information obtained from sources it believes to be reliable but which it has not independently verified; Mitsubishi Corporation makes no guarantee, representation or warranty and accepts no responsibility or liability as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion are those of Mitsubishi Corporation only and are subject to change without notice.

Mitsubishi Corporation assume no warranty, liability or guarantee for the current relevance, correctness or completeness of any information provided within this Report and will not be held liable for the consequence of reliance upon any opinion or statement contained herein or any omission. Furthermore, we assume no liability for any direct or indirect loss or damage or, in particular, for lost profit which you may incur as a result of the use and existence of the information provided within this Report.

© Mitsubishi Corporation RtM Japan Ltd., 2017

他社への転送・転用 堅くお断りいたします。

当資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料はお客様のお取引判断の参考となる情報提供を目的としており、弊社は、この情報の使用結果について一切責任を負いません。