Mitsubishi Corporation RtM Japan

Precious Metals Weekly Update

8th March 2019

WEEK IN REVIEW: We need to talk about palladium

今週の初めに米中通商協議についての合意が近いとの報道を受け、リスクオンムードが広がる中でゴールドを始めとする貴金属全般は下落した。上海総合指数は米株高につられて上昇し、9 カ月ぶりの高値をつけている。米中通商協議の詳細はまだ発表されていないが、知的財産権の保護強化と引き換えに中国製品に対する最大 2,000 億ドル相当の米国関税を撤廃することや、米国の農業、化学、自動車製品に対する関税の引き下げなどが含まれると予想されている。また、中国では経済成長の減速に対処するための景気刺激策が全国人民代表大会 (全人代) の立法院開会に伴って発表されるとの観測があり、楽観的なムードが広がっている。米中通商協議や中国の景気刺激策の詳細が明らかになれば、工業用需要の強い PGM（特にパラジウム）にとって強材料となるだろう。これらリスクオンを助長する要因はゴールドの弱材料となるが、米中通商協議が最終合意に至るかどうかは予断を許さない状況にある。また、中国経済が減速するリスクや米中両国の過剰な債務水準に対する懸念が依然として燻る中で、長期的にはゴールドにサポーティブな環境となるだろう。

今週は 3/6（水）と 3/8（金）に米国雇用統計の発表（ADP 雇用統計/米国労働省による雇用統計）を控えている。また、3/7（木）に控えるユーロ圏 10-12 月期四半期 GDP は過去 4 年で最低水準となる 1.2%の市場予想となっており、その直後には欧州中央銀行の政策金利発表とドラギ ECB 総裁の定例記者会見が行われる予定である。一方で、一時的な米政府閉鎖の影響があったにもかかわらず米国経済と雇用市場は堅調に推移しており、ドル高ユーロ安基調が続く見通しである事からドル建で取引される貴金属は上値重たい展開となるだろう。

パラジウム：先週、パラジウムは史上最高値$1,567/oz を記録したほか、2 月に月間 15%の上昇を記録し、2008 年以来最高の月間パフォーマンスとなった。パラジウムが堅調な背景には 2 つの要因がある。(1)現物在庫不足と(2)投機家のポジショニングである。詳細はパラジウムのセクションで説明する。

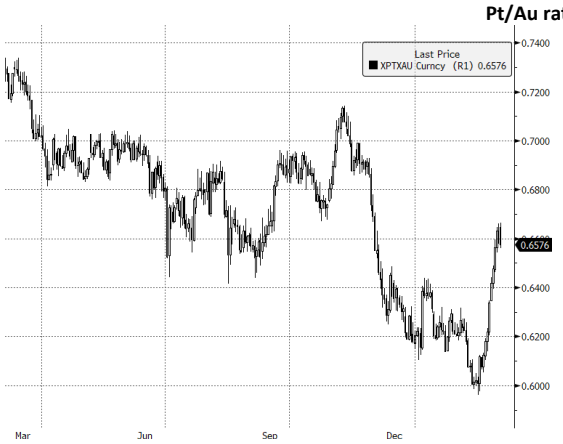
プラチナ

先週、プラチナは南アフリカにおけるストライキを巡る懸念の高まりやETFへの資金流入を背景に上昇し、3カ月ぶりの高値$877/ozを付けた。

Pt ($/oz)

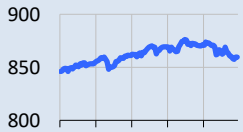
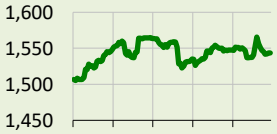
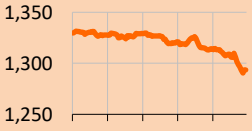
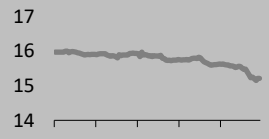
Platinum ETF holdings (oz)

Pt/Au ratio



Source: Mitsubishi from Bloomberg

プラチナは1月中旬の安値$780/ozを記録して以来上昇しており、 ETF市場を中心に投資家の関心が再び戻りつつある。また、AMCUが南アフリカの金鉱山セクターにおける労働争議を支援する為にPGM鉱山で二次的なストライキを行うことを発表し、南アフリカの労働争議を巡る懸念が高まったこともサポート材料となった。プラチナが相対的にも絶対的にも過小評価されていることから、投資家は年初からETFを買い増しており、保有高は15%増の84.0MTと4年ぶりの高水準を記録した。ETF保有高の増加が最も大きかったのはDeutsche Bankが組成する商品であり、年初から5.4MT(+172%)増加している。また、Aberdeen Standard (旧ETFS)、ABSA、ZKBのプラチナ商品にも大量の資金流入があった。 プラチナが上昇した事でゴールドプラチナレシオは縮小したものの、プラチナは依然として対ゴールドで35%のディスカウントとなっている。

Platinum prices $/oz	**Palladium** prices $/oz	**Gold** prices ($/oz)	**Silver** prices ($/oz)
			
Last 5 days: 2.0%	**Last 5 days: 3.1%**	**Last 5 days: -2.7%**	**Last 5 days: -4.4%**
Support: $820	**Support:** $1,440	**Support:** $1,266	**Support:** $14.71
Resistance: $880	**Resistance:** $1,600	**Resistance:** $1,350	**Resistance:** $15.63

We will use your information to send you our newsletter (if you have subscribed to it), which contains information about our products and occasionally includes special offers. We ask for your consent to do this, and we will only send you our newsletter for as long as you continue to consent. If you would prefer not to receive our newsletter any more, please send an email to jonathan.butler@mitsubishicorp.com to unsubscribe. Our privacy policy is available at https://www.mitsubishicorp.com/gb/en/privacy/ to learn how we manage your personal information.

ETF市場の隆盛はAMCUが二次ストライキを計画する前から始まっていたが、AMCUはSibanye Stillwater社の金鉱山で3カ月超続くストライキに対するサポートをする為により広範な範囲で二次ストライキを行うことを計画し、2月22日に発表した（2月28日から開始する予定だった）。南アフリカの裁判所がストライキの実行可否に対する判決を下すまでストライキの実施を延期するように命じた事でAMCUがLonmin鉱山で計画していた二次ストライキは足許中止となっている。目下の脅威は後退したものの、南アフリカでストライキが起きる可能性は依然として高く、短期的なプラチナのサポート材料となるだろう。更に南アフリカの電力会社であるEskomは6台の発電ユニットが予期せぬ故障に見舞われた事で一時的な 計画停電を実施しており、南アフリカの冬が近づくにつれ、電力の負荷制限がより深刻になる可能性がある。

ETF 投資家は最近プラチナに買いを入れているが、NYMEX の先物建玉はスクエアに近い水準にある。グロス・ロングは 93.3MT（過去最高水準の 81%）、グロス・ショートは 77.8MT（過去最高水準の 89%）をつけており、ネット・ロングは 15.9MT（過去最高水準の 17%）となっている。ロング・ポジション、ショート・ポジション共に積み上がっている状態で大規模なポジションカバーが入った場合、大きなボラティリティリスクにさらされる。南アフリカの不安定な労働状況に鑑みると、短期的にはショートカバーが入り易い状況にあり、プラチナは更に上昇する可能性が高い。

パラジウム

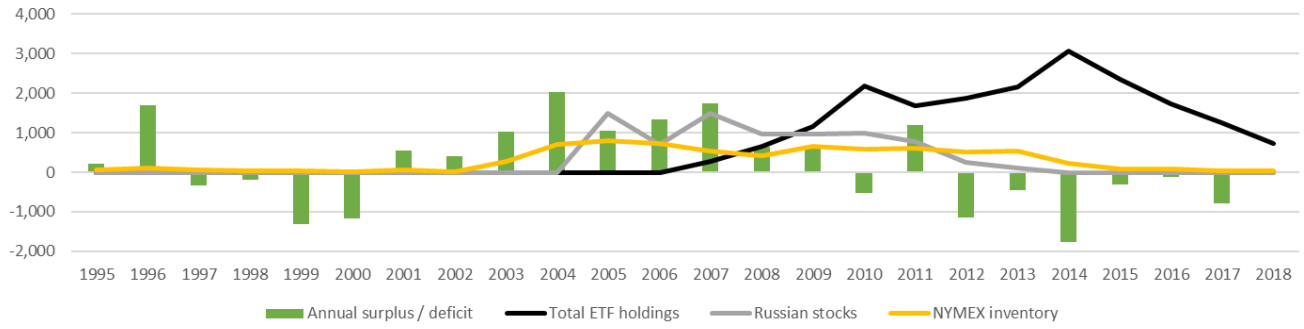
パラジウムは年初から約$300/oz(23%)上昇して史上最高値$1,550/ozを記録し、足元も同水準で推移している。価格上昇の原動力と今後の展望について説明したい。

需給ひっ迫

昨年半ば以降のパラジウムの上昇傾向は 2 つの要因で説明できる：⑴現物在庫不足と⑵投機家のポジショニングである。パラジウム不足は 7 年連続の供給不足によるものであり、ETF 在庫、取引所の現物在庫、リサイクル材料などの地上在庫が不足している。一次・二次精錬所では複数の要因が精錬生産の妨げとなっている。一部の精錬所での火災による操業停止に加えて、融点の極めて高い炭化ケイ素ベースの自動車触媒フィルターの加工がボトルネックとなっている。Johnson Matthey が発表した最新の PGM レポートでは、パラジウム自動車触媒のリサイクル率が 2018 年に 13%上昇して 84.6MT に達したと記載されているが、どの程度の数量が市場に出回るようになったかは不明である。Sibanye と Norilsk Nickel の今年の供給量は増加すると予想されるが、新規設備への投資無しには精錬におけるボトルネックが解消される見込みはなく、パラジウム現物市場は今後もタイトな状態が続くと思われる。

現物在庫は枯渇状態にある:

パラジウムの供給／需要（年間）と現物在庫推移(koz):



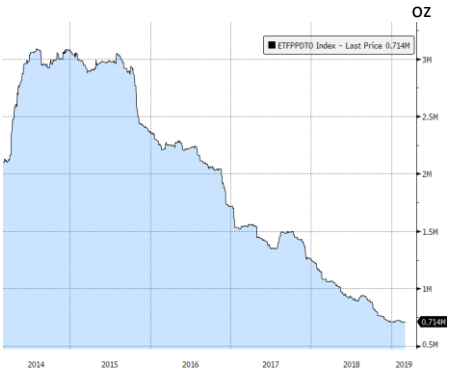
Source: Mitsubishi from Johnson Matthey (supply-demand data), various ETF providers and NYMEX warehouse inventory data

投機筋の関心

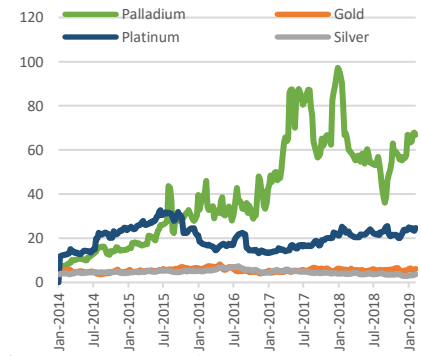
ファンダメンタルズでの需給ひっ迫に加えて、投機筋の関心も高まっている。NYMEX の先物建玉はネット・ロング 46.7MT(過去最高水準の 45%)、グロス・ロング 65.3MT (過去最高水準の 58%)とそこまで強気相場で無い。グロス・ショートは 21.4MT(過去最高水準の 33%)であり、投機筋がパラジウムの上昇トレンドに対する信頼を失った場合、ショート・ポジションが大幅に再構築される可能性があることを示唆している。また、パラジウムは米国の取引所で最もレバレッジが高い貴金属であり、投機筋のショートカバーが入ると更なる価格上昇に繋がるだろう。仮にパラジウム価格が下落したとしても、受渡可能な現物在庫が不足している為、先渡市場でのバックワーデーションは続きそうである。パラジウム ETF は過去 4 年間に渡ってメタルを現物市場に還元する役割を担っており、価格の高騰によって多くのパラジウム ETF 投資家は利益を得られる立場にある。マーケットにおけるパラジウムの一部の供給不足は ETF 玉の還元によって一部補填されたが、JM が発表した最新の PGM レポートによると、パラジウム ETF の総保有残高は現在 23.3MT 未満であり、産業界の需要と供給のギャップを埋めるには不十分である。

先物市場と ETF 市場における取引でロング・ポジションが増加していない事に鑑みると、価格上昇の背景にはファンドによる大規模なポジション調整が OTC 市場であったと推測するのが妥当だろう。今年序盤以降、OTC 市場におけるパラジウムインゴット(投資向け形状)はスポンジ（工業向け形状）に対して大幅なプレミアムが付いている。我々はこの投機筋によるバブルとも言えるインゴット買ポジションがいずれ解消されると見ているが、何がそのトリガーとなるかは釈然としていない。また、OTC 市場における利食いに伴い、先物市場で新たな売りポジションが構築される可能性もある。

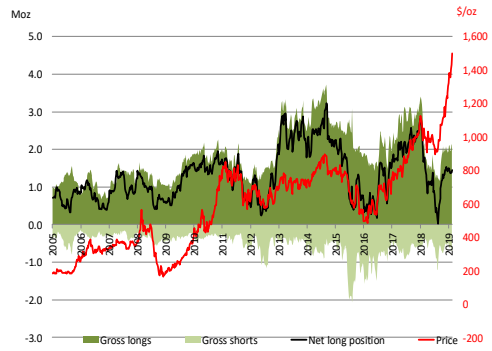
Physically backed palladium ETFs:



Leverage on NYMEX/COMEX (ounces of open interest compared to ounces of warehouse inventory on NYMEX/COMEX)



NYMEX futures positioning



需要-排出規制はサポート材料であるが、マクロ経済環境は逆風である

需要面では世界最大の自動車市場である中国における中国 6 排出ガス規制（2020 年施行）を背景に PGM の積載量が増加する見込みであるものの、中国自動車販売台数は 2018 年に 1990 年以来初めてとなる減少を見せており、自動車需要の減速に伴って PGM 需給は Offset されている。尚、中国自動車販売台数は 2019 年に入っても低調な動きが続いており、7 か月連続で減少している。政府の景気刺激策と米中貿易摩擦の解消はこのトレンドを好転させる可能性があるものの、自動車販売台数は依然として下方トレンドにある。世界第 2 位の自動車市場である米国では、金利の上昇と経済の先行き不透明感が消費意欲を抑止していることから、4 カ月連続で自動車販売台数が減少しており、2 月の自動車販売台数は 2 年ぶりの低水準に落ち込んだ。欧州では Euro6c の発足に伴い、 “Lean burn”と呼ばれるガソリン直噴エンジンに対する排気ガス制限が導入され、一部 PGM 積載のガソリン排気ガスフィルターの装着が必要となっている。一方、6d-TEMP（NOx 排ガス基準）は段階的に導入され始めており、NOx と排気ガスの排出量を継続的にモニタリングする必要がある等、より広範な環境規制をクリアする為により多くの PGM 触媒積載が求められる。一方で、自動車販売数量は伸び悩んでいる。1 月の欧州 28 カ国の自動車販売台数は 5 カ月連続で減少しており、特に主要市場であるフランスとイタリアでは夫々8%と 7.5%の大幅な減少となった。昨年 1.2%と低調な GDP 成長率をつけたユーロ圏経済が今年さらに減速した場合、自動車販売台数も減少し、パラジウム需要の増加を Offset する可能性がある。

ガソリン車向け触媒としてプラチナがパラジウムの代替として使用される可能性は低い。エンジン/触媒設計の型式承認を得る為に時間がかかる事や、販売期間中の形式変更が困難である事が背景にある。パラジウム需要の 80%は自動車触媒に集中しており、大手自動車メーカー1 社がプラチナへの切り替えを発表すれば、パラジウムは大幅に下落するだろう。パラジウムの上昇と自動車セクターを巡る先行き不透明感の高まりを背景に自動車メーカーは長期タームでの買いヘッジ数量を縮小しており、この傾向が続けばパラジウムは下落する可能性がある。ガソリン車向け触媒の代替が実現する可能性は低く、我々はベースケースとして見ていないものの、もしプラチナへの代替が発表されればパラジウムの暴落に繋がる可能性がある。また、当該ケースが発生しなくとも、自動車販売の見通しが明るくない足元の状況において、投資家センチメントが変化すればパラジウムの下落につながるかもしれない。

ゴールド

ゴールドは2月中旬の高値$1,350/ozから下落し続け、$1,300ドル/ozを下回ったことで6週間ぶりの安値圏を推移している。ゴールドは2019年に入って上昇基調にあったが、米中通商協議の進展を背景にリスクオンムードが広がった事で軟調に推移しており、今年に入って記録した上昇幅を更に削る可能性がある。

パウエル米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長のハト派的姿勢は先週の議会証言で明らかになった。パウエル議長は米国経済の見通しが良好であるとした一方で、欧州と中国の経済先行き不透明感、ブレグジット、米中通商協議を巡るリスクを指摘し、今後の米国経済成長に向けて世界の経済状況は昨年ほど良好ではないと発言した。この発言はFRBの利上げに対する 「辛抱強い姿勢」 が今後も続くことを示唆している。実際、FF金利先物が示す年内利上げの可能性は約7%に留まっており、ゴールドの強材料となりうる。また、インフレ上昇はインフレヘッジ資産としての側面を持つゴールドの追い風となりうる。米国政府閉鎖の影響を受け、金曜日発表予定の2月非農業部門雇用者数変化は冴えない結果となる可能性があるものの、ドルが全面高基調となる中でゴールドは売り圧力に晒されている。

良好なマクロ環境を背景にゴールドETFには大量の資金流入が見られた。ETF保有高は10月から1月末までの間に186.6MT(+8%)増加し、過去6年間で最高水準にあたる2270.6MTに達した。投資家は足元の価格上昇を機会に利食いを行っており、ファンドは2月だけで40.4MT(2%)の保有高を売却した。米国政府閉鎖によりCFTCの建玉報告書の発表が遅れている中で、一時的な現象なのかトレンドの節目なのかはまだ分からないが、2月19日までの最新集計によるとグロス・ロングは11カ月ぶりの高水準である948.7MTを記録した。一方で、グロス・ショートは429.2MTと略横ばいとなった。まだ最終合意には至っていないが、米中通商協議を巡る進展は世界経済に対する不安を幾分和らげ、ゴールドの重石となるだろう。リスクオフムードの巻き返しに伴ってETF保有高と先物市場ロング・ポジションは共に減少すると考える。

シルバー

先週後半、シルバーはドル高と月末ポジション調整を背景に急落した。米中貿易協定への期待が高まっている中で今週も軟調なスタートとなっている。

シルバーは2019年最安値となる$15.12/ozを付け、2018年末と同水準まで値を戻した。先週末のドル高を背景にシルバーは大きく売り込まれ、今週も下方トレンドが続いている。ETF保有高は3年ぶりの低水準に落ち込んだが、投機筋の関心が高まる中でCMEの先物建玉のロング・ポジションは史上最高水準の81%に達しており、ショート・ポジションが略横ばいとなる中でネット・ロングは11,477.2MT(過去最高水準の63%)をつけている。

Mitsubishi Corporation RtM Japan

Precious Metals Weekly Update

8th March 2019

DATA BANK: Updated 14.30 GMT on 4th March Source – Mitsubishi from Bloomberg

Metal Price Indications (US$/oz)				
	Platinum	Palladium	Gold	Silver
Current spot price	837	1,541	1,286	15.09
Change from yesterday's close (%)	-2.56	-0.19	-0.61	-0.76

Metal Forward Swap Indications (basis points)				
	1m	3m	6m	12m
Platinum				
Mid point of spreads	240.00	240.00	240.00	240.00
Daily change	-5.00	0.00	0.00	0.00
Palladium				
Mid point of spreads	-700.00	-700.00	-700.00	-700.00
Daily change	0.00	0.00	0.00	0.00
Gold				
Mid point of spreads	261.00	261.00	259.00	260.00
Daily change	-2.00	-1.00	0.00	0.00
Silver				
Mid point of spreads	271.00	278.00	285.00	295.00
Daily change	-1.00	-3.00	0.00	1.00

PGM Sponge Indications ($/oz)	
	JMUK sponge vs. Zurich ingot switch
Platinum	
Mid point of spreads	0.50
Palladium	
Mid point of spreads	3.00

LIBOR (%)				
	1m	3m	6m	12m
USD LIBOR Indication	2.48	2.60	2.68	2.88
Daily change	-0.01	-0.02	-0.00	0.01

Foreign exchange indications				
	EUR / USD	USD / JPY	ZAR / USD	DXY
Latest	1.13	111.96	14.20	96.63
Daily change (%)	0.29	-0.06	0.18	-0.11

Non commercial futures				
As at 25th Sept 2018	Platinum	Palladium	Gold	Silver
Net long position (Moz)	0.4	1.0	-0.7	-26.9
Weekly change (%)	101.9	40.1	-318.0	-39.0

Exchange Traded Funds				
	Platinum	Palladium	Gold	Silver
Total holdings (Moz)	2.7	0.7	72.0	510

Physical flows in China				
	Platinum		Gold	Silver
SGE turnover (kg)	198		28,610	360
Comparison with 30-day average (%)	74		196	5
Local premium /discount (%)	7.0		0.6	
Daily change (%)	107.0		100.6	

PGM basket price indications	
USD basket price per ounce	1230
Daily change (%)	-1.1
ZAR basket price per ounce	17,476
Daily change (%)	-1.3

TECHNICAL ANALYSIS: Source – Mitsubishi from Bloomberg

プラチナ

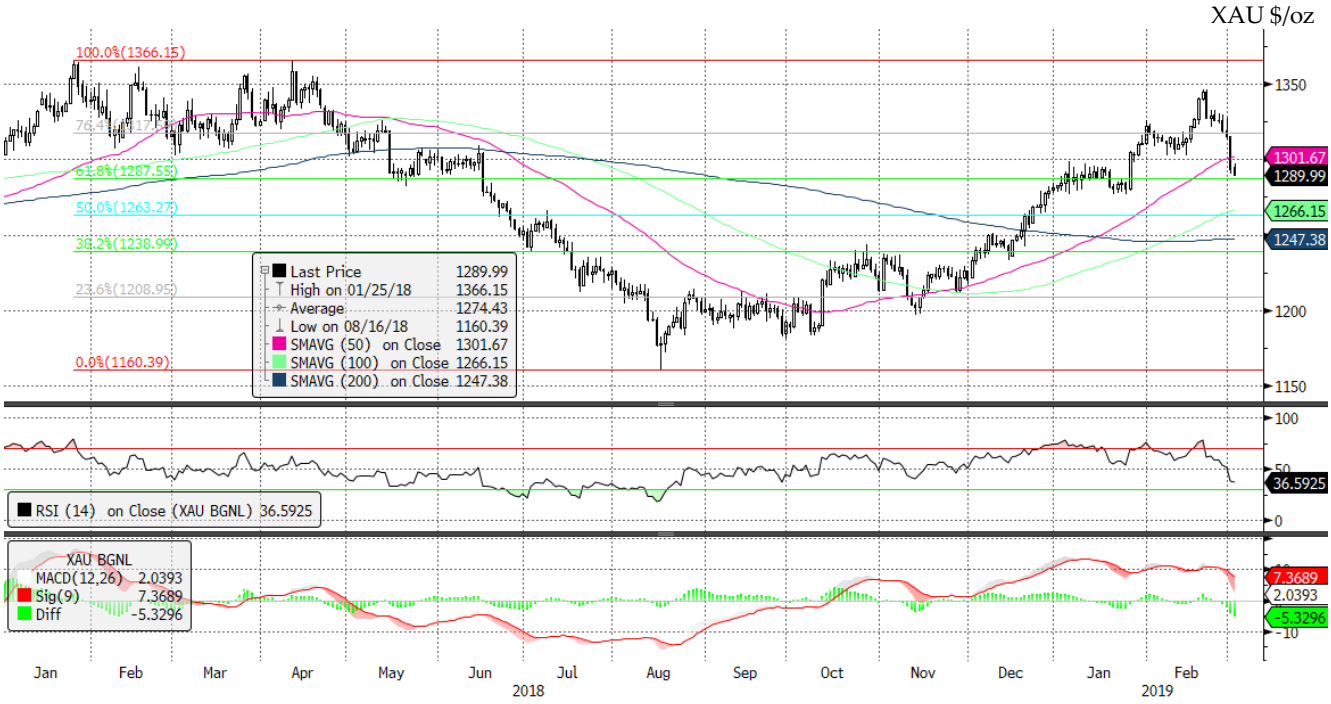
プラチナは 2 月後半に上昇し、高値$877/oz をつけ、11 月の高値とダブルトップパターンを形成した。その後売り込まれて一時$850/oz を割り込んだが、上昇トレンドとなる中でプラチナは再度高値を試す可能性がある。主要移動平均線は$820/oz 台近辺に収束しており、同水準がサポートラインとなるだろう。

パラジウム

足元のパラジウムは八月中旬以来続く強気上方トレンドにあることに加え、短期相対的指数(RSI)と移動平均収束/発散（MACD）ベースで買われ過ぎの水準にあることから売り圧力にさらされている。パラジウムは急上昇を記録している事に加え、移動平均線からかけ離れているという事実を考慮すると急落する可能性が極めて高い。それらの要因に鑑みると、パラジウムが足元の水準から$100/oz 強下落し、1 月中旬の高値である$1,440/oz 近辺まで下落する可能性も大いにありうる。

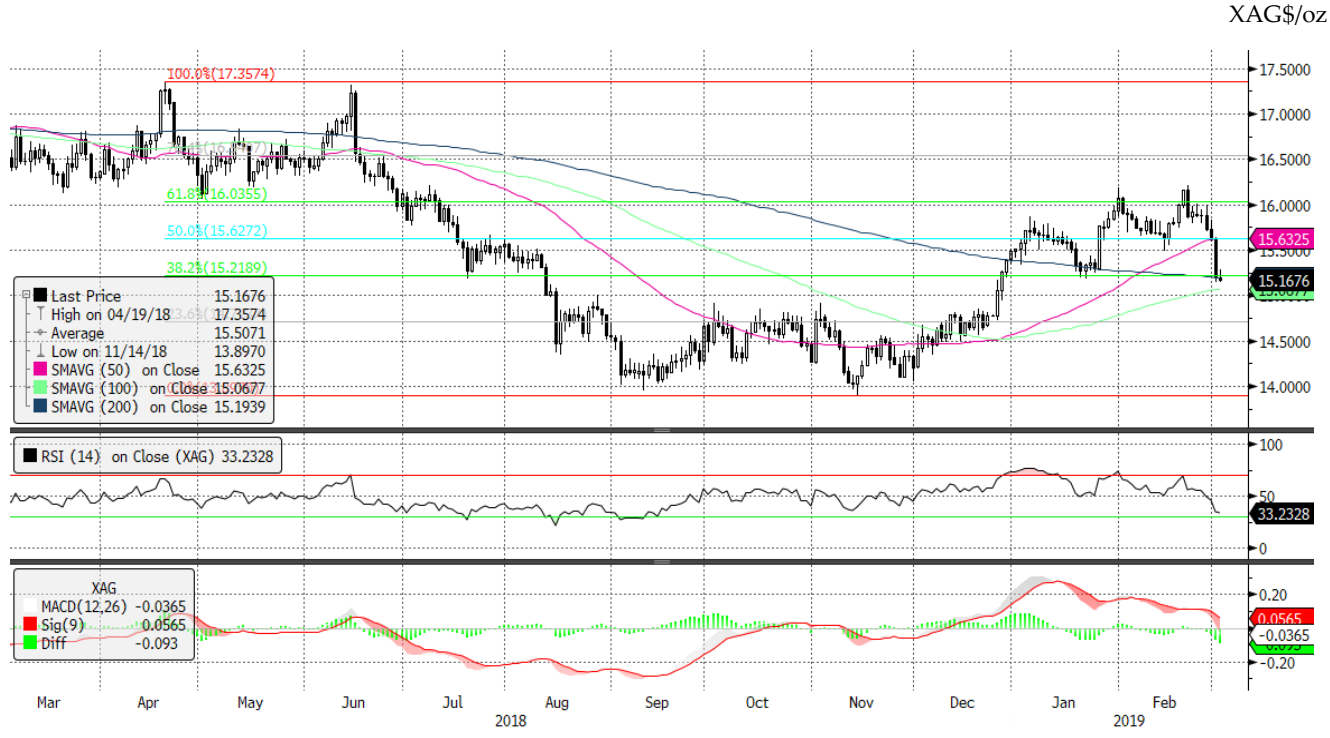
ゴールド

ゴールドは 2 週間前に 10 カ月ぶりの高値$1,350/oz を付けた後、先週後半に大幅に売られ、50 日移動平均線である$1,301/oz を割り込み、1 月下旬以来の安値を付けた。直近のサポートラインは 2018 年の高値と安値を結ぶ 61.8%フィボナッチ・リトレースメントである$1287/oz-$1288/oz 近辺にあり、100 日移動平均線である$1,266/oz がその次のサポートラインになるだろう。ゴールドは短期相対的指数(RSI)ベースで売られ過ぎの水準に近付きつつあり、安値拾いの買いが入る可能性が高いものの、直近の高値に値を戻す程の勢いはないだろう。



シルバー

シルバーは先週末に軟調に推移した事で 50 日移動平均線である$15.63/oz を割り込み、200 日移動平均線である$15.19/oz 近辺まで値を落とした。同水準は昨年の高値と安値を結ぶ 38.2%フィボナッチ・リトレースメントとほぼ一致している。 短期的なサポートラインは 100 日移動平均線である$15.07/oz に形成されている。同水準を割り込んだ場合、取引レンジは$15.0/oz を下回る可能性があり、23.6%フィボナッチ・リトレースメントである$14.71/oz と心理的節目である$15.00/oz のレンジで推移すると予想される(尚、同レンジは 2018 年 12 月にシルバーが記録した変動幅である)。



Spot Forwards Leases Futures Options Swaps
Gold Silver Platinum Palladium Rhodium Ruthenium Iridium

Disclaimer

This report 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. The information provided in this report is for informational purposes only and is not intended as any form of advice, whether legal, accounting, investment, financial or tax advice. Mitsubishi Corporation International (Europe) Plc ("MCIE") has based this document on information obtained from sources it believes to be reliable but which it has not independently verified; MCIE makes no guarantee, representation or warranty and accepts no responsibility or liability as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion are those of the respective analysts only, do not purport to reflect the formal views or opinions of MCIE, 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., 2018

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。