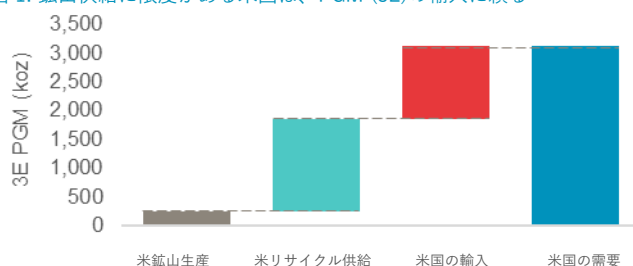


## 通商拡大法 232 条調査の結果に対する懸念、PGM の取引と取引所在庫に影響

米国の PGM 輸入はネットベースで大幅なショートだ (図 1)。重要鉱物の輸入に対する通商拡大法 232 条 (以下 S232) 調査の結果はまだ公表されていないが、既に終了していると考えられる。我々のベースライン予測は PGM の輸入は制限の対象にはならないことを想定している。それは関税政策で輸入に混乱が起きれば、自動車生産など付加価値の高い国内産業に損害を与える可能性があるからだ。これは米国がレアアースの輸入を維持するために中国に対する関税を引き下げた動きからも想定できることだ。しかし、国家安全保障を損なうかどうかという判断基準は緩く、S232 調査の結果が PGM にとって不利なものになるかもしれない、つまり PGM の輸入に関税、あるいは輸入制限が導入される可能性は排除しきれない。この懸念が拭えないまま続けば、市場の逼迫や高いリースレートを緩和するために CME の在庫が使えない状況になる可能性もある。

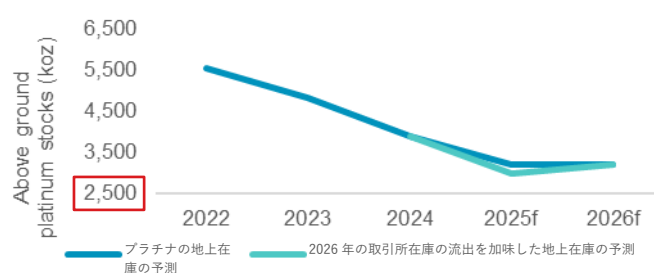
米商務省は 2025 年 4 月に PGM を含む重要鉱物の輸入が、国家安全保障にもたらすリスクについて通商拡大法 232 条に基づく調査を始めた。輸入が安全保障上の脅威になるとされる条件は緩く、緊急時の需要を満たせないような経済的悪影響を国内産業に与える場合も含まれる。PGM の需要は米国内の供給では賅えないため、この緩い条件に基けば PGM も、S232 調査後の勧告対象に含まれる可能性があることになる (図 1)。S232 調査結果は 10 月半ばにトランプ大統領に提出されたはずで、法的には大統領のみが報告書の勧告に従うかどうかの判断を 90 日以内に出す権限を持つ。トランプ大統領は、2019 年にウランの輸入が国家安全保障を損なうとされた時にはその勧告を無視した経緯があるが、現在の米国の通商政策はより強硬なものに変わってきている。

図 1. 鉱山供給に限度がある米国は、PGM (3E)の輸入に頼る



出典: メタルズフォーカス、WPIC リサーチ

図 2. 取引所在庫放出のタイミングはプラチナの地上在庫の再構築に繋がらない



出典: メタルズフォーカス、CME、ブルームバーグファイナンス L.P.、WPIC リサーチ

関税に対する懸念を背景に米国には大量 PGM がユーザーや投資家によって輸入され、CME の保管庫のプラチナは 2025 年初めの 8.4 トンから 19.4 トンに増えた (図 3)。我々のベースライン需給予測では貿易障壁が生じる状況は想定していなく、2025 年末までに CME 保管庫の在庫は約 13.1 トンに減り、2026 年末までに 8.4 トンに落ち着くという予測だ (図 5)。

しかし、S232 調査の結果、PGM 輸入が安全保障に脅威であるとなってトランプ大統領がそれに同意すれば、何らかの段階的な輸入制限に関税措置、またはその両方が実現するかもしれない。そうなれば、既に輸入されたメタルは米国内にとどまり、我々が予測する 2025 年のプラチナ市場の供給不足はさらに拡大することになる (図 5)。しかし、たとえそうであっても CME の在庫が永久に減らないということはなく、緩やかなペースではあるが減っていくだろう。たとえ関税や輸入制限があったとしても、関税コストが高騰した EFP よりも低ければ、あるいは輸入制限量がこれまでの輸入量に関係しないとすれば、CME の在庫の一部が放出されることも考えられる。

もしもトランプ大統領が S232 調査の (PGM にネガティブな) 結果を無視、あるいは調査の結果、PGM 輸入が米国市場に害を及ぼさないとすれば、CME の在庫は大量に流出することになるだろう。我々の予想通りに 2026 年以内に CME 在庫が 20.8 トンから 8.4 トンに減れば、プラチナ市場は供給過剰になるが (図 5)、これは地上在庫には影響しない。3 年間にわたる大幅な供給不足を経た地上在庫は依然、枯渇した状態にあるからだ (図 2)。

Edward Sterck  
Director of Research  
+44 203 696 8786  
[esterck@platinuminvestment.com](mailto:esterck@platinuminvestment.com)

Wade Napier  
Analyst  
+44 203 696 8774  
[wnapier@platinuminvestment.com](mailto:wnapier@platinuminvestment.com)

Kaitlin Fitzpatrick-Spacey  
Associate Analyst  
+44 203 696 8771  
[kfitzpatrick@platinuminvestment.com](mailto:kfitzpatrick@platinuminvestment.com)

Brendan Clifford  
Head of Institutional Distribution  
+44 203 696 8778  
[bclifford@platinuminvestment.com](mailto:bclifford@platinuminvestment.com)

World Platinum Investment Council  
[www.platinuminvestment.com](http://www.platinuminvestment.com)  
166 Piccadilly,  
London, W1J 9EF

2025 年 12 月 4 日

我々のベースライン予測は、S232 調査の結果、PGM には関税も輸入制限もないことを前提

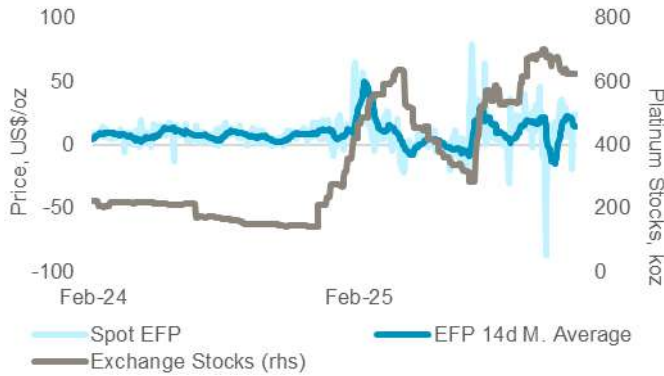
しかし安全保障の脅威と判断される条件は緩く、関税や輸入制限がないとは言えない

S232 調査の結果、PGM 輸入が安全保障を損なうとなれば、関税懸念で CME 在庫は米国内にとどまり、国際市場には流出しないだろう

投資資産としてのプラチナを支える背景:

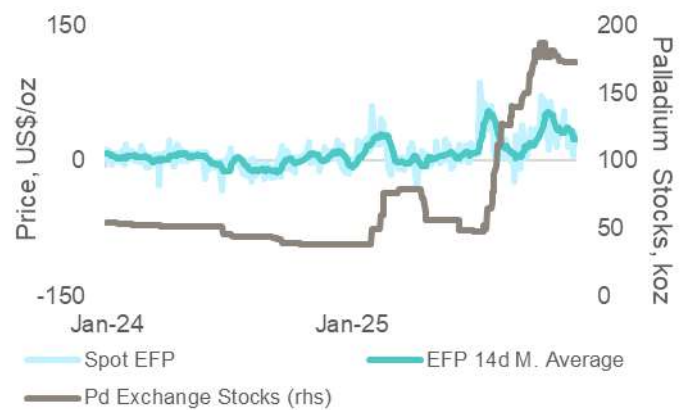
- WPIC のリサーチによるとプラチナ市場は 2023 年から供給不足が続いている。2026 年は需給が均衡する予測だが、現在の逼迫した状況は改善されないだろう。
- プラチナ供給は、鉱山生産、リサイクルともに課題多い
- 米国の関税は需要を押下げるリスク要因だが、宝飾品需要と中国の投資需要の勢いに相殺されるだろう
- リースレートの上昇とロンドン先物市場のバックワーデーションはタイトな市場を反映している
- プラチナ価格はゴールドよりも大幅に割安のまま

図 3: 関税懸念で EFP が大きく上昇し、ピーク時はリスク調整済で関税は約 5% と予測されたため、CME 保管庫へプラチナが移動した。関税懸念の解消で EFP が下がればプラチナは市場に流出する可能性もある



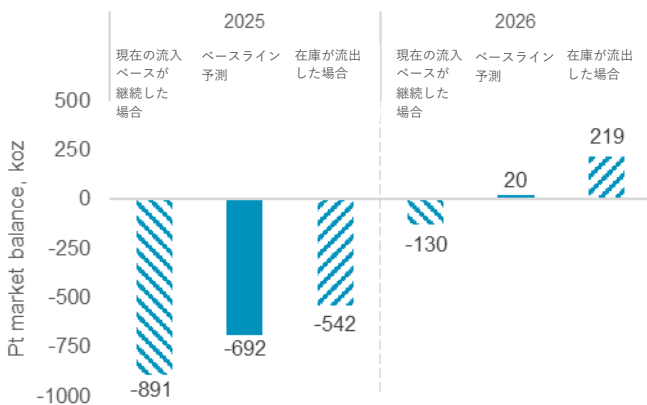
出典: CME, ブルームバーグファイナンス L.P., WPIC リサーチ

図 4: CME のパラジウム在庫も増えたが、大きく流入量が増えたのは米国がロシア産パラジウムの反ダンピング調査を開始してから（『プラチナ展望 10 月 17 日』）



出典: CME, ブルームバーグファイナンス L.P., WPIC リサーチ

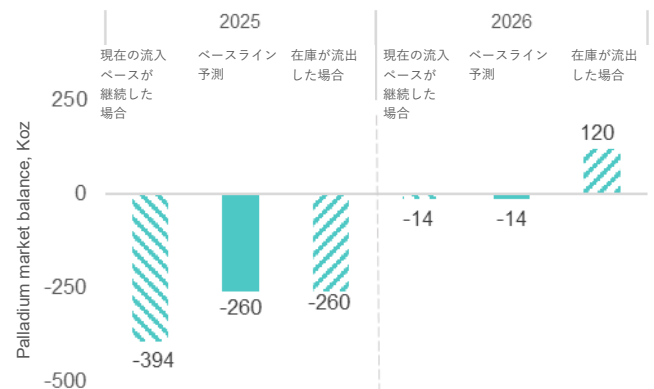
図 5: 取引所在庫の増加が現在の水準で推移すれば、2025 年の不足は 21.5t(692koz) から 27.7t(891koz) に拡大し、逆に在庫が流出すれば 16.9t(542koz) に縮小。流入が 2026 年も続けば 4.0t(130koz) の供給不足だが、流出すれば 6.8t(219koz) の供給過剰になるだろう



出典: メタルズフォーカス, CME, ブルームバーグファイナンス L.P., WPIC リサーチ

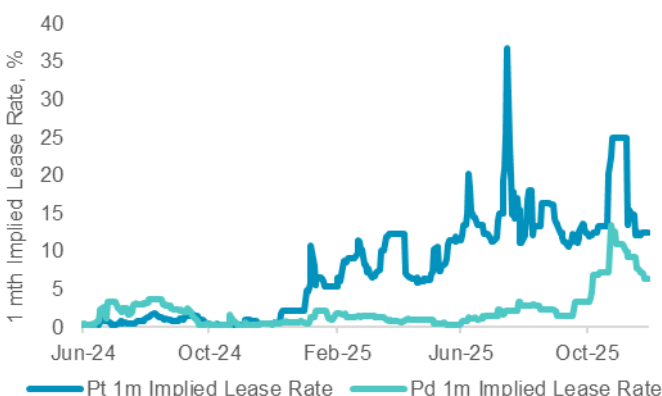
注: 流出は 2025 年初めの水準からゼロからではない

図 6: 2025 年の供給不足(8.1t/260koz)にはパラジウムの取引所在庫の動きを含めていないが、含めれば不足は 12.3t(394koz) に拡大。2026 年に在庫が流出されれば 3.7t(120koz) の供給過剰になるだろう



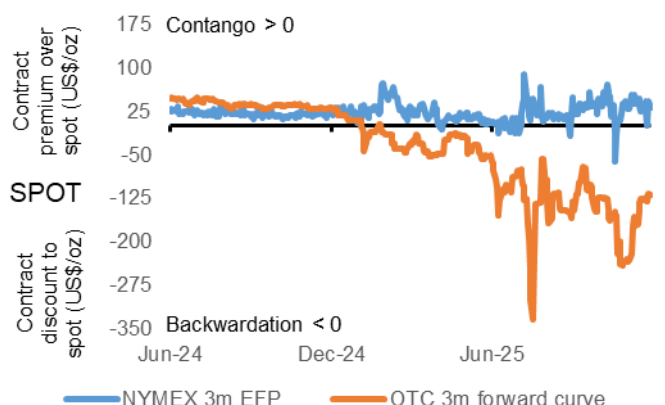
出典: ブルームバーグファイナンス L.P., WPIC リサーチ

図 7: 米国の需要増もプラチナ不足の一因、リースレートの上昇に繋がった



出典: ブルームバーグファイナンス L.P., WPIC リサーチ

図 8: ロンドン市場の現物不足が OTC 市場の強いバックワーデーションをもたらした



出典: ブルームバーグファイナンス L.P., WPIC リサーチ

**免責条項:** 当出版物は一般的なもので、唯一の目的は知識を提供することである。当出版物の発行者、ワールド・プラチナ・インベストメント・カウンシルは、世界の主要なプラチナ生産会社によってプラチナ投資需要発展のために設立されたものである。その使命は、それによって行動を起こすことができるような見識と投資家向けの商品開発を通じて現物プラチナに対する投資需要を喚起すること、プラチナ投資家の判断材料となりうる信頼性の高い情報を提供すること、そして金融機関と市場参加者らと協力して投資家が必要とする商品や情報ルートを提供することである。

当出版物は有価証券の売買を提案または勧誘するものではなく、またそのような提案または勧誘とみなされるべきものでもない。当出版物によって、出版者はそれが明示されているか示唆されているかにかかわらず、有価証券あるいは商品取引の注文を発注、手配、助言、仲介、奨励する意図はない。当出版物は税務、法務、投資に関する助言を提案する意図はなく、当出版物のいかなる部分も投資商品及び有価証券の購入及び売却、投資戦略あるいは取引を推薦するものとみなされるべきでない。発行者はブローカー・ディーラーでも、また2000年金融サービス市場法、Senior Managers and Certifications Regime 及び金融行動監視機構を含むアメリカ合衆国及びイギリス連邦の法律に登録された投資アドバイザーでもなく、及びそのようなものと称していることもない。

当出版物は特定の投資家を対象とした、あるいは特定の投資家のための専有的な投資アドバイスではなく、またそのようなものとみなされるべきではない。どのような投資も専門の投資アドバイザーに助言を求めた上でなされるべきである。いかなる投資、投資戦略、あるいは関連した取引もそれが適切であるかどうかの判断は個人の投資目的、経済的環境、及びリスク許容度に基づいて個々人の責任でなされるべきである。具体的なビジネス、法務、税務上の状況に関してはビジネス、法務、税務及び会計アドバイザーに助言を求めるべきである。

当出版物は信頼できる情報に基づいているが、出版者が情報の正確性及び完全性を保証するものではない。当出版物は業界の継続的な成長予測に関する供述を含む、将来の予測に言及している。出版者は当出版物に含まれる、過去の情報以外の全ての予測は、実際の結果に影響を与えるリスクと不確定要素を伴うことを認識しているが、出版者は、当出版物の情報に起因して生じるいかなる損失あるいは損害に関して、一切の責任を負わないものとする。ワールド・プラチナ・インベストメント・カウンシルのロゴ、商標、及びトレードマークは全てワールド・プラチナ・インベストメント・カウンシルに帰属する。当出版物に掲載されているその他の商標はそれぞれの商標登録者に帰属する。発行者は明記されていない限り商標登録者とは一切提携、連結、関連しておらず、また明記されていない限り商標登録者から支援や承認を受けていることはなく、また商標登録者によって設立されたものではない発行者によって非当事者商標に対するいかなる権利の請求も行われたい。

## WPIC のリサーチと第2次金融商品市場指令 (MiFID II)

ワールド・プラチナ・インベストメント・カウンシル(以下 WPIC) は第2次金融商品市場指令に対応するために出版物と提供するサービスに関して内部及び外部による再調査を行った。その結果として、我々のリサーチサービスの利用者とそのコンプライアンス部及び法務部に対して以下の報告を行う

WPIC のリサーチは明確に Minor Non-Monetary Benefit Category に分類され、全ての資産運用マネージャーに、引き続き無料で提供することができる。また WPIC リサーチは全ての投資組織で共有することができる。

1. WPIC はいかなる金融商品取引も行わない。WPIC はマーケットメイク取引、セールストレード、トレーディング、有価証券に関わるディーリングを一切行わない。(勧誘することもない。)
2. WPIC 出版物の内容は様々な手段を通じてあらゆる個人・団体に広く配布される。したがって第2次金融商品市場指令(欧州証券市場監督機構・金融行動監視機構・金融市場庁)において、Minor Non-Monetary Benefit Category に分類される。WPIC のリサーチは WPIC のウェブサイトより無料で取得することができる。WPIC のリサーチを掲載する環境へのアクセスにはいかなる承認取得も必要ない。
3. WPIC は、我々のリサーチサービスの利用者からいかなる金銭的報酬も受けることはなく、要求することもない。WPIC は機関投資家に対して、我々の無償のコンテンツを使うことに対していかなる金銭的報酬をも要求しないことを明確にしている。

さらに詳細な情報は WPIC のウェブサイトを参照。

website: <http://www.platinuminvestment.com/investment-research/mifid-ii>

当和訳は英語原文を翻訳したもので、和訳はあくまでも便宜的なものとして提供されている。英語原文と和訳に矛盾がある場合、英語原文が優先する。