# Platinum 2004-Update 1

## 日本語版



Johnson Matthey

日本語版発行協力

田中貴金属工業株式会社

Johnson Matthey




2004 年 8 月

# プラチナ 2004 – アップデート 1

## プラチナ要約

プラチナ 2004 を 5 月に発行して以降、プラチナ市場に関する当社の見方に変化はない。つまり「プラチナ市場は 2004 年に需給均衡へと向かい、小幅ながら供給過多になる可能性すらある」。

- 2004 年、自動車触媒用のプラチナ需要は記録更新に向けて増加している。牽引役となっているのは、欧州におけるディーゼル車の売上増加である。同時に、産業用需要も全般的に堅調に推移している。もっとも、中国の宝飾品業界による上半期のプラチナ購入量は前年同期の水準を 15～20%下回った。
- 南アフリカからのプラチナ供給量は増加の一途を辿っており、北米の生産量も 2003 年の水準を大幅に上回っている。リース料率の低下ならびに、スポット価格とフォワード価格のプレミアムの縮小は、現物供給の好転を証明している。
- 先物のロング・ポジションが 4 月終盤に清算されたことを受けて、プラチナ価格は当社の予想レンジである 780 ドル～920 ドルの下半分の範囲内にほぼとどまっている。ファンダメンタルズから勘案すると、この基調が持続するであろう。

## パラジウム要約

当社は 5 月に「2004 年のパラジウム需要は 2003 年よりも速いペースで増加する可能性がある」と述べると同時に、「パラジウムの大幅な供給増加が予想される」ことも強調したが、この見解に変更はない。

- 米国の自動車産業では、パラジウム在庫の圧縮が図られてきたため、今年のパラジウム購入量は 2003 年の水準を上回っている。中国では、パラジウム宝飾品市場が出現し、世界のパラジウム需要を大幅に押し上げる要因となっている。
- 南アフリカと北米の鉱山供給量が増加している。スティルウォーターはノリルスク・ニッケルに過半数持分を売却した際の代金として受け取ったパラジウムの一部を売却しており、自動車触媒の再利用からのパラジウム回収量も引き続き急増している。
- パラジウム市場は基本的に供給過剰だが、現在までのところ、投資家の買い越しに支えられて、価格は当社予想レンジ(200 ドル～340 ドル)の下限付近で推移している。つまり、価格は依然として、投機家のセンチメントの変化によって下落しやすい状態にある。

## 目 次


| | |
|---|---|
| プラチナ要約 | 1 |
| パラジウム要約 | 1 |
| 供給 | 2 |
| 需要 | |
| 自動車触媒 | 3 |
| 宝飾品 | 4 |
| 産業用 | 6 |
| 価格 | 6 |

# 供 給

**2004 年は、南アフリカと北米の生産量が 2003 年の水準を大幅に上回っているため、プラチナもパラジウムも供給量が大幅に増加するであろう。ロシアのノリルスク・ニッケルは今年の pgm 生産量をすべて売却すると予想される。他方、ノリルスクが過半数の株式を取得するため、購入代金の一部としてスティルウォーター・マイニングに譲渡したパラジウム在庫の一部が現在、顧客に放出されている。**

南アフリカでは、pgm の採掘・処理施設の拡充が進められているため、ランド高と新規鉱山の生産開始に伴う操業上の問題にもかかわらず、プラチナとパラジウムの生産量は 2004 年に史上最高水準に達するであろう。

アングロ・プラチナは依然として、プラチナの目標生産量(245 万オンス)を 2004 年に達成することができると確信している。同グループでは、プラチナの鉱山生産量(未処理在庫の変動を除く)が年初からの 6 ヶ月間に約 8%増加して 121 万 4,000 オンスに達した。アクエリアス・プラチナとサザーンエラでも、今年は、開発中の鉱山からの pgm 生産量が増加すると予想される。他方、他の主要 pgm 生産者も総じて昨年並みの生産量を維持するであろう。

ジンバブエでは、粉砕施設の処理量が増加しているため、ミモザ(インパラとアクエリアスが共同出資)からの pgm 生産量が増加すると見込まれる。ジムプラッツでは、6 月の鉱山労働者によるストライキの影響が備蓄鉱石の処理によって緩和され、Ngezi 鉱山からの生産量が 2003 年の水準をやや上回ると予想される。

参考までに、プラチナ 2004 に掲載した需給に関する数値をまとめた表を再掲する。2004 年のデータは 11 月の中間報告(Interim Review)で発表予定。

**プラチナの供給と需要**
単位：1,000 oz

| | | 2002 年 | 2003 年 |
|---|---|---|---|
| **供給** | | | |
| 南アフリカ | | 4,450 | 4,670 |
| ロシア | | 980 | 1,050 |
| 北米 | | 390 | 295 |
| その他 | | 150 | 225 |
| **供給合計** | | 5,970 | 6,240 |
| | | | |
| **需要** | | | |
| 自動車触媒： | 総量 | 2,590 | 3,190 |
| | 回収 | (565) | (645) |
| 宝飾品用 | | 2,820 | 2,440 |
| 産業用 | | 1,545 | 1,520 |
| 投資用 | | 80 | 15 |
| **需要合計** | | 6,470 | 6,520 |
| **在庫変動** | | (500) | (280) |

北米では、インコの pgm 精錬量が 3 ヶ月間のストライキによって打撃を受けた 2003 年の水準を大幅に上回っている。昨夏の労働争議の際に蓄積された在庫を処理したことによって、同社の pgm 生産量は上半期に計 22 万 1,000 オンスと、異例の高水準に達した。

スティルウォーター・マイニングは上半期に 22 万 8,000 オンスのパラジウムを生産した。これは 2003 年の水準をやや上回っている。1 月～6 月には、昨年のノリルスク・ニッケルとの取引で譲渡された 87 万 7,000 オンスの在庫から 15 万 6,000 オンスのパラジウムを売却した。在庫からの売却は四半期当たり 11 万オンスのペースで続けられる予定である。

ノース・アメリカン・パラジウムのパラジウム生産量は 2004 年上半期に 16 万 7,231 オンスとなり、鉱山の第一次粉砕機交換の影響を受けた 2003 年の水準を 42%も上回った。

ノリルスク・ニッケルは 2004 年に生産するプラチナ、パラジウム、ロジウムをすべて売却すると予想される。もっとも、ロシアの国家在庫からの pgm 売却量は依然として予測不可能である。

# 需 要

## 自動車触媒

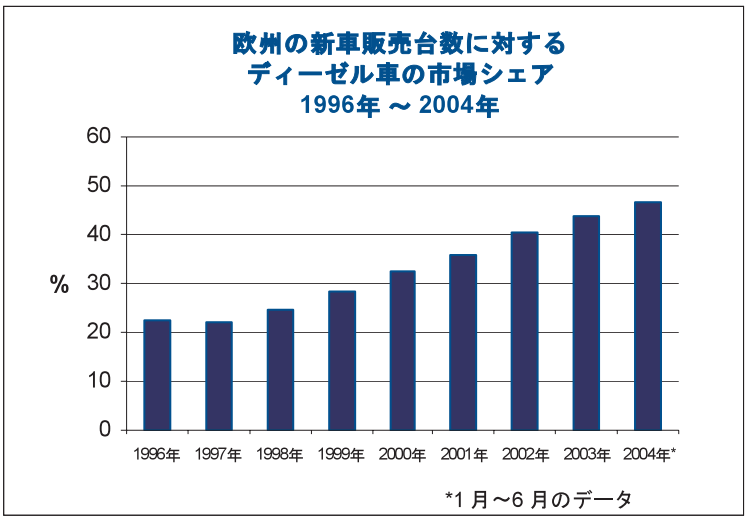
**欧州のディーゼル車販売台数が引き続き堅調に伸びるとともに、触媒作用を利用したディーゼル微粒子フィルター(DPF)を装着した軽自動車が増加していることから、2004 年は前年に続いて、自動車産業からのプラチナ需要が記録的な水準に達するであろう。米国の自動車会社が 2003 年末までにパラジウム在庫を大幅に圧縮したことから、パラジウムの購入量も北米を中心に増加している。**

プラチナ需要を引き続き押し上げているのが、欧州におけるディーゼル車販売台数の増加である。欧州では上半期に、ディーゼル車の販売台数が新車販売台数全体の 46.8%を占め、2003 年通年の 43%強を上回った。市場シェアの伸びをこのまま堅持すれば、ディーゼル車販売台数は 2004 年に 670 万台を超え、2003 年の 615 万台から増加するであろう。これに対して、ガソリン駆動車の生産台数は減少しているため、欧州の自動車産業からのパラジウム需要は減少すると予想される。

欧州では、触媒作用を利用したディーゼル微粒子フィルター(DPF)を装着した自動車が増加しており、これもプラチナ需要の増加を牽引する要因となっている。2005 年に導入される EU の排ガス規制 Euro IV によって、一部の大型車は DPF を標準装備しなければならない。加えて、DPF の装着が義務付けられていない新車についても、購入者の多くは環境への配慮から、DPF のオプション装備に追加代金を支払うことをいとわないようである。フランスとドイツの両政府は、DPF 装着車に対する税金の還付を提案しており、この政府案が両国議会で批准されれば、DPF 装着車を購入する傾向は加速するであろう。

2004 年の年初から、欧州ではディーゼル駆動車の販売台数が引き続き急増しており、ガソリン車の市場シェアを侵食している。

米国の一部の自動車メーカーでは、新型ガソリン車について、プラチナ含有の触媒組成からパラジウム・ベースの触媒への転換を進めている。これまでのところ、この転換が pgm 需要に与える影響は軽微だが、転換は徐々に進んでいる。総合的には、北米の自動車産業による 2004 年のプラチナ購入量は 2003 年をわずかに下回るだろうとの見方を堅持する。




他方、パラジウムに関しては、自動車メーカーの在庫が 2003 年中にほぼ底をついたため、購入量は 2004 年になって増加している。もっとも、パラジウムの節約によって、触媒当たりのパラジウム平均装填量は引き続き減少している。

日本では、東京都が大型ディーゼル車の追加装備を義務付ける条例を導入したことによって、2003 年のプラチナ需要が

増加した。2004 年になってからも追加装備の受注残への対応が図られているものの、通年のプラチナ需要に対する影響は昨年ほど重大なものにはならないであろう。結果として、プラチナ需要は昨年の水準をわずかに下回るであろう。

日本以外のアジア諸国では、中国とインドを中心とする新車販売台数の増加を受けて、自動車触媒用の pgm 需要が増加すると予想される。もっとも、中国市場はアナリストが以前に予想していたほど急成長しない可能性もある。中国の乗用車販売台数は 2004 年上半期に前年同期比 29%の増加となったが、政府が消費者の安易なローンの利用を抑制しようと努めているため、6 月には、新車販売台数の伸びが鈍化し、前年同月比で 7%を割り込んだ。

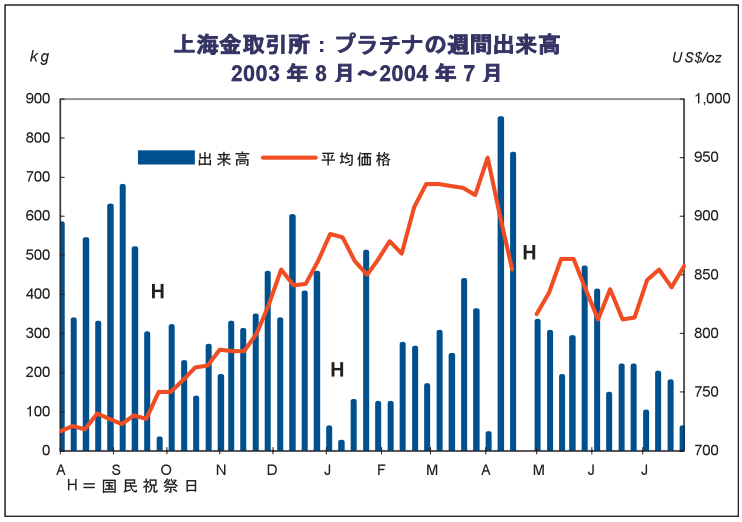
## 宝飾品

**当社は 5 月に、「中国の〔プラチナ〕宝飾品需要は 2 年連続で 2004 年も減少する可能性がある」と予想したが、これが徐々に確実なものになっているようである。中国では上半期に、宝飾品メーカーが品揃えにパラジウム宝飾品を加えて利益率アップを図ったため、宝飾品加工用として大量のパラジウムが購入された。**

**米国と欧州の大半の宝飾品市場では、プラチナ需要はほぼ安定している。日本では、景気回復が確かなものになっているようだが、宝飾品の売上にその効果はまだ波及していない。**

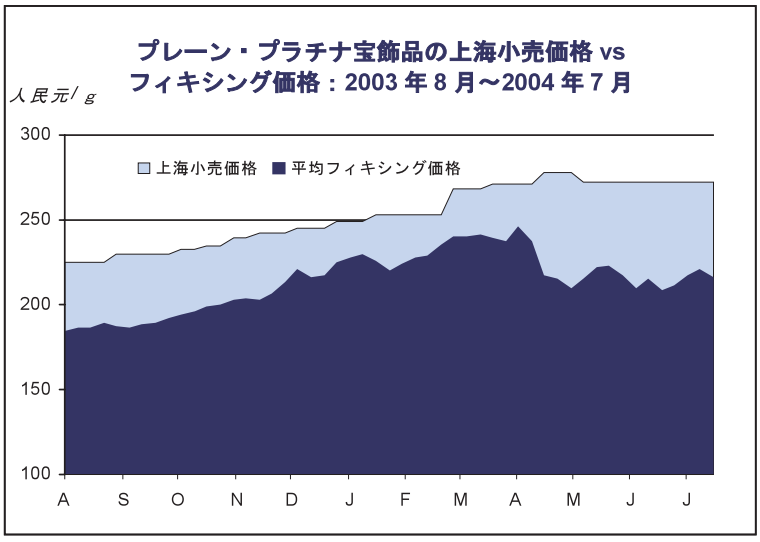
プラチナ価格は 4 月終盤に 900 ドル強から 800 ドル割れまで急落した。この結果、中国では、宝飾品メーカーの利益率が好転し、5 月初旬の労働節の休暇に先駆けて、プラチナ購入量が一時的に上向いた(下図参照)。しかし、それ以降、中国の宝飾品メーカーのプラチナ需要は昨年の水準を下回っている。その理由は多様かつ複雑である。

プラチナ価格は 4 月のピークから下落しているにもかかわらず、上海金取引所のプラチナ出来高はこの数週間に減少している。




プラチナ宝飾品の利益率は依然として圧迫されている。上海の小売価格(ならびに次ページに図示された利益率の水準)はすべての地域を網羅したものではなく、多くの都市では小売店の間で依然として徹底的な値下げ競争が展開されている。加えて、市場の一部のセクターでは、ホワイトゴールドとの競争も激化している。これは、ホワイトゴールド宝飾品の活発な販促活動や割安な価格と、プラチナ宝飾品よりも高い利益率が相俟った結果である。

プラチナ宝飾品のメーカーは、ホワイトゴールドやパラジウムの宝飾品に進出して製品の多様化を図り、プラチナ宝飾品の生産量を縮小している。同時に、小売店が抱えている中古のプラチナ宝飾品については、メーカーに返却されて新製品に再利用されるものも増えている。もっ




4 月終盤にプラチナ価格が急落したため、中国宝飾品業界の利益率は好転したが、需要は 2003 年の水準を下回っている。

とも、中国のプラチナ宝飾品産業は価格高騰時にすぐには困らないだけの十分な在庫を抱えており、これによってメーカー各社はプラチナの購入を先送りすることが可能になっている。

こうした背景の中で、ダイヤモンドを組み合わせたプラチナ宝飾品(価格がプラチナの重量ではなく個々の宝飾品ごとに設定されているため、利益率が高い)の売上が伸びており、ブライダル宝飾品セクターではプラチナのシェアが拡大している。

総合すると、中国の宝飾品用プラチナ需要は 2004 年上半期に、前年同期の水準を 15～20%下回ったと推定される。需要が 10 月の休暇に向けた期間に旺盛であっても、この落ち込み分を年末までに完全に取り戻す可能性はないであろう。

中国では、プラチナ宝飾品の利益率が縮小していることから、多くのメーカーが 2004 年第 1 四半期中にパラジウム宝飾品の生産を開始した。当社の試算によると、中国の宝飾品メーカーは上半期中に 30 万オンスを上回る量のパラジウムを購入した。その大半は 3 月と 4 月で、宝飾品メーカー、卸売業者、小売業者がパラジウムの購入に殺到した。

5 月になると、パラジウムの購入ペースは急速に鈍化し、6 月にはさらに減速して、パラジウム宝飾品の小売売上基調を反映するようになった。パラジウム宝飾品の小売売上は中堅都市に集中している。こうした都市では、パラジウム宝飾品が主にホワイトゴールドと競合し、かなり割安な白色貴金属宝飾品の需要を満たしているようである。

もっとも、北京や上海などの都市の場合、プラチナ宝飾品のマーケティングが徹底しており、小売業者や消費者のプラチナ認知度も高いため、パラジウム宝飾品の仕入れを決断した小売業者はほとんどいない。パラジウム宝飾品を仕入れた小売業者の報告によれば、プラチナ宝飾品に比べて軽量であることが特に欠点となり、消費者はパラジウム宝飾品をほとんど受け入れていないようである。

日本では、景気の好転によって、業況マインドや消費マインドが改善しており、これが宝飾品市場の好転を刺激するのに役立つはずである。この点では、円高も支援材料となっている。しかし、ホワイトゴールドとの競争が依然として激しく、宝飾品セクター全般の収益力がまだ低調であることから、今年のプラチナ需要の増加を予想するのは時期尚早である。

**パラジウムの供給と需要**
単位：1,000 oz

| | 2002 年 | 2003 年 |
|---|---|---|
| **供給** | | |
| 南アフリカ | 2,160 | 2,310 |
| ロシア | 1,930 | 2,950 |
| 北米 | 990 | 940 |
| その他 | 170 | 250 |
| **供給合計** | 5,250 | 6,450 |
| | | |
| **需要** | | |
| 自動車触媒： 総量 | 3,050 | 3,460 |
| 回収 | (370) | (410) |
| 歯科用 | 785 | 725 |
| エレクトロニクス用 | 760 | 895 |
| その他 | 605 | 590 |
| **需要合計** | 4,830 | 5,260 |
| **在庫変動** | 420 | 1,190 |

2004 年のパラジウム需給に関する数値は 11 月の中間報告(Interim Review)で発表予定。

英国では、プラチナ宝飾品の売上が極めて旺盛である。プラチナ宝飾品のホールマーク刻印件数は 2004 年上半期に前年同期を 21%も上回った。英国以外の欧州市場と米国では、宝飾品用のプラチナ需要はほぼ安定している。

## 産業用需要

**2004 年年初から現在までの産業用需要は、プラチナもパラジウムも全般的に堅調である。**

石油化学製品に対する旺盛な需要と高値によって、石油精製産業では年初来、生産設備の稼働率を最大限にして、高い生産ペースで操業しているところがほとんどである。その結果、プラチナ含有の異性化触媒や改質触媒といった精製触媒の需要は堅調に推移している。

ガラス産業からは、プラチナの注文が 2004 年に増加すると予想される。プラチナ需要の牽引役となるのは、中国と東南アジアにおける液晶ディスプレイ(LDP)用ガラスへの新規設備投資である。また、ガラス・メーカーは引き続きプラチナ在庫削減の方法を模索しているものの、在庫削減は 2003 年のペースから鈍化している。もっとも、北米では、テレビ用ガラスの生産施設の閉鎖によって、2004 年も大量のプラチナが再利用されることになろう。

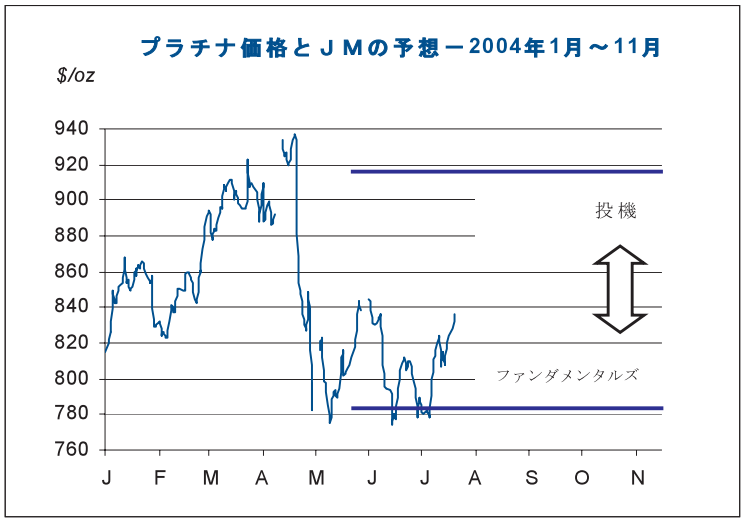
年初来、パラジウムの産業用需要は 2003 年よりも堅調である。エレクトロニクス・セクターでは、小型化と原材料の節約によって、パラジウム需要の伸びが引き続き緩やかな水準にとどまっているものの、多層セラミック・コンデンサーなどの受動素子の注文が急増している。

パラジウムは引き続き価格面で金よりも優位にあることから、パラジウム・ベースの歯科用合金需要は北米と日本で年間を通じて増加すると予想される。

# 価格および先物市場

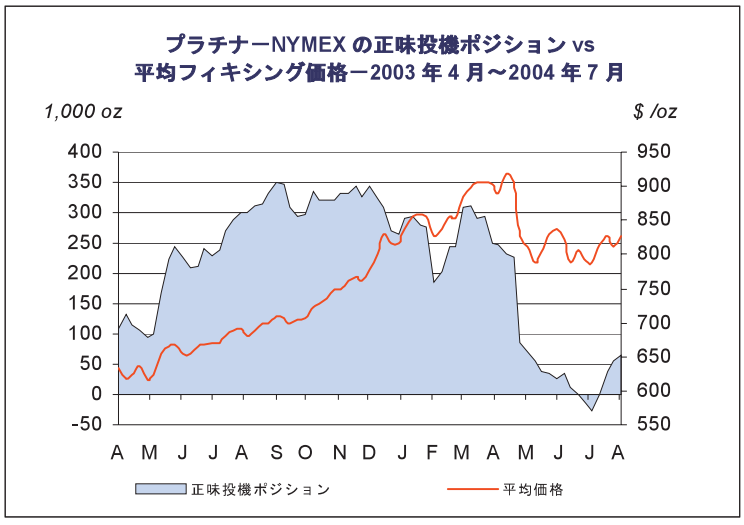
## プラチナ

フィキシング価格が 940 ドルでピークに達した 4 月終盤に、当社はプラチナ価格の 6 ヶ月間の予想レンジを 780 ドル～920 ドルに設定した。当社が考えていたとおり、940 ドルの高値は維持不可能であった。続いて、米国の利上げ観測が高まったことから、貴金属市場と卑金属市場の全般でファンドが集中的にロング・ポジションを清算した。その結果、5 月初旬になると、プラチナ価格は急落して 800 ドルを割り込み、10 日にはフィキシング価格が 767 ドルとなって、当社の予想レンジの下限を一時的に割り込んだ。この段階に




4 月終盤の投機売り以降、需給格差の縮小がプラチナ価格に対する抑止力となっている。

この数週間は、TOCOM における投資家の大量のロング・ポジションがプラチナ価格を支えている。ファンドによるプラチナの先物買いが NYMEX で再燃すれば、価格は上昇して、当社の予想レンジの上半分の水準まで達する可能性がある。




なると、NYMEX での投機的な買い越しは 6 万オンス未満となり、3 月初旬の 31 万 2,000 オンスから急減した。

以降、プラチナ価格はかなり広いレンジで乱高下したが、価格変動の大半は、円、ランド、ユーロに対するドルの為替レートの変動を背景とする投機家の先物取引(特に TOCOM)に関連していた。780 ドル前後では、現物の買いが増加傾向を辿り、底値を固める要因となった。他方、投資家の強気な姿勢は、840 ドルを上回る価格を一定期間にわたって維持するための推進力になるほどではなかった。

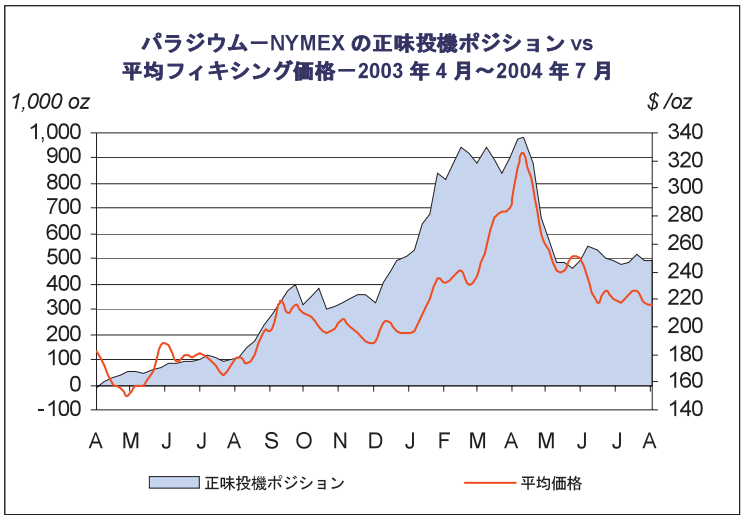
7 月末になると、米ドル建てプラチナ価格は年初のフィキシング価格とほぼ変わらない水準になった(7 月 30 日の 818 ドルに対して、1 月 2 日は 815 ドル)。しかし、南アフリカの通貨高によって、ランド建てプラチナ価格は約 5%も下落した。アングロ・プラチナの中間決算で際立ったように、ドルに対するランド高によって、南アフリカのプラチナ採掘拡充計画のペースがさらに制限される可能性がある。これが重要な一因となって、特に TOCOM の投資家が強気な姿勢を強めている。

もっとも、プラチナ価格が当社の予想レンジの上限まで回復するには、米国に拠点を置くヘッジファンドや商品ファンドが NYMEX を通じて大量のロング・ポジションを再構築する必要がある。8 月 3 日現在、NYMEX の投機ポジションは 6 月末のわずかな売り越しから 6 万 5,300 オンスの買い越しに転じているが、3 月の 30 万オンス強のピークは大幅に下回っている。ファンドが NYMEX でロング・ポジションの積み増しを続ける意欲を持つか否かは、プラチナ市場そのもののファンダメンタルズに加えて、米国の金利、ドルの為替レート、他の商品市場での取引動向といった多くの要因に左右される。総合的に考えた結果、予想レンジは 780 ドル～920 ドルに据え置くが、引き続きこのレンジの下半分にとどまる傾向が強い。




パラジウムの大幅な供給過多は引き続き価格を圧迫している。

投資家はすでにパラジウムのロング・ポジションを大量に抱えており、価格を 300 ドルに向けて押し上げるには、さらにかなりのロング・ポジションを積み増す必要がある。




# パラジウム

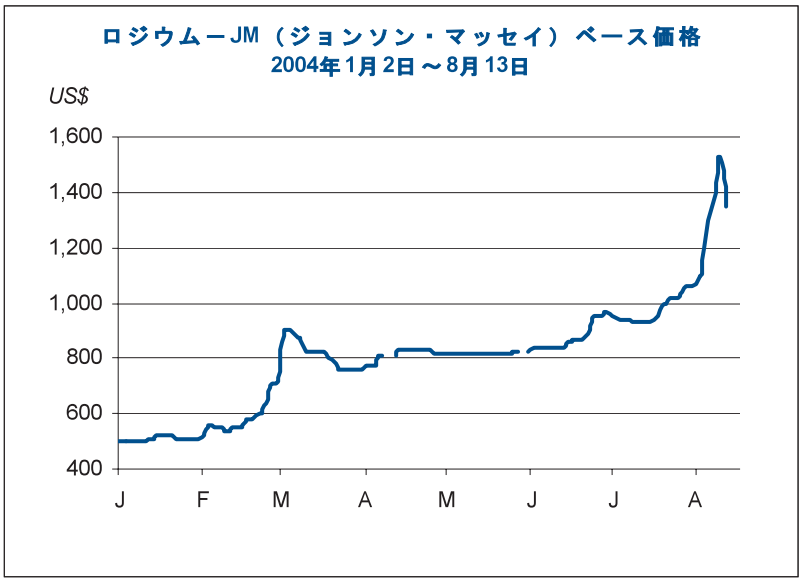
4 月から 5 月初旬の市況商品全般の先物売りを受けて、パラジウム価格は当社の予想レンジ(200 ドル～340 ドル)の下限付近で推移した。

2004 年第 1 四半期には、ヘッジファンド、先物運用ファンドなどの投資家が NYMEX や TOCOM で先物を、店頭取引でワラントを購入して、パラジウム派生商品のロング・ポジションを大量かつ急速に構築した。この投機的な活動が主因となり、パラジウム価格は年初の 200 ドル割れの水準から 4 月初旬には 333 ドルのピークまで上昇した。この時点で、正味投機ポジションは NYMEX だけでも約 99 万オンス相当にのぼった。

しかし、ファンドが利益を確定するためにロング・ポジションを処分し始めると、価格は急落した。5 月第 2 週になると、NYMEX の正味投機ポジションは 48 万 8,000 オンスまで減少し、パラジウム価格はプラチナ価格と金価格の下落も反映して 229 ドルまで落ち込んだ。

5 月終盤の小幅な回復によって 255 ドルまで戻したことを除けば、以降は 220 ドルを挟んだ小幅な値動きに終始した。パラジウム需要は多くのセクターで上向いているものの、市場は依然として大幅な供給過多で、供給量は豊富である(短期リース料率は 1%前後)。しかし、同時に、ファンドをはじめとする投資家は依然としてパラジウム派生商品のロング・ポジションを大量に抱えている。

価格が 300 ドル台に向けて急反発するためには、ファンドがパラジウム先物を大量かつ持続的に購入する必要がある。8 月初め現在でこの可能性は極めて小さい。逆に、投機家の抱える大量のロング・ポジションがさらに清算されれば、価格が当社の現行予想の下限である 200 ドルを割り込む公算は非常に大きい。




現物の玉締めによって、ロジウム価格は 8 月初めに 1,500 ドル強まで急騰した。その後、オファーがあり、価格は下落に転じた。

# ロジウム

ロジウムの JM(ジョンソン・マッセイ)ベース価格は、投機的な活動と自動車産業からの堅調な需要を受けて、2 月終盤から 3 月初めに 550 ドル前後から 900 ドルまで急上昇した。その後、価格は 7 月中旬まで 760 ドル～970 ドルのレンジで推移した。

その後、ロジウムの現物供給が逼迫し始め、相場はじり高の展開となった。今年の動向として顕著なのは、ロシアからのスポット市場への供給が見られないことである。つまり、ノリルスク・ニッケルは主に契約に基づいてエンド・ユーザーにロジウムを供給しており、その他のロシアの供給源からは供給がほとんどない。これは、8 万オンスのロジウムがロシアの在庫から市場に供給されたと推定される 2003 年の状況と好対照を成している。このように流動性が低下したことによって、価格は 7 月 21 日に 1,000 ドルを上回った。

ロジウムの保有者は貸し出しを控え始めたことから、リース料率は急騰した。これによって、ユーザーはロジウムの借り入れよりも購入に殺到したため、価格の上昇圧力が高まった。その結果、8 月第 2 週になると、この上昇相場は急騰の様相を呈し始め、価格は 1,500 ドルを上回る水準まで高騰した。しかし、この時点で、オファーが出始めて価格の上昇圧力は緩和され、13 日になると JM ベース価格は 1,350 ドルまで反落した。

©Johnson Matthey PLC (40-42 Hatton Garden, London, EC1N 8EE, England) 2004 年 8 月発行

Platinum 2004 は Johnson Matthey が版権を有する。本書の資料は事前の許可なく転載することができる。ただし、出典として、“Platinum 2004ーUpdate 1” と Johnson Matthey を明記すること。

Johnson Matthey

**40-42 Hatton Garden, London EC1N 8EE, England**

**Telephone: +44 (0)20 7269 8390 Fax: +44 (0)20 7269 8389**

**www.platinum.matthey.com**

日本語版発行協力 田中貴金属工業株式会社