



JOGMEC カレント・トピックス

独立行政法人 エネルギー・金属鉱物資源機構

資源メジャー並びに中国企業による世界の銅権益参入をめぐる動き(前編)

—資源メジャーと金鉱山企業による銅生産企業 M&A の動き—
(BHP の Anglo American 買収劇は今後どう発展するのか)

〈金属企画部企画課 北良行 報告〉

はじめに

2024年初め、加 First Quantum Minerals 社のパナマ Cobre Panamá 銅鉱山の操業中止を引き金に、銅鉱石の不足感が顕在化し、TC/RC (Treatment and Refining Charges、溶錬精錬費) が急落した。銅鉱山業界ではこの 10 年余り、新規エリアに充てられる探鉱予算シェアが激減し、新鉱山の発見は減少、代わりに銅生産企業の買収活動が盛んとなってきた。その例として 2024 年 4 月に報道のあった豪 BHP の英 Anglo American 買収の動きがある。しかし、その動きは不成立に終わった。この交渉の再開には英国で 6 か月間の差し止め期間があり、それが 2024 年 11 月に終わることから、今後の M&A の動きに注目が集まっている。

今回は、前編で BHP、英・豪 Rio Tinto などの資源メジャーほか、米 Newmont 社や加 Barrick Gold 社などの金鉱山企業による動きを、後編では、21 世紀に入ってから中国企業による銅資源業界参入の歴史、並びに現在最も活発に活動している紫金鉱業集団股分有限公司 (Zijin Mining Group) の動きを紹介する。

国際銅研究会 (ICSG) は 2023 年 10 月、2024 年の世界銅鉱山生産量が 3.7% 増加すると予測していた。そして、2023~2024 年の銅精鉱市場は 500 千 t 以上の余剰になるだろうと見られていた。しかし、実際に起こったことはそうではなかった。それを覆したのは、2023 年 11 月末、パナマ政府が Cobre Panamá 銅鉱山の操業中止を命じたことである。これにより銅鉱石不足感への圧力が高まり、スポット市場の TC/RC は、2023 年末のベンチマークを大きく下回る状態となった。しかしこの出来事は単なる引き金で、資源メジャーを含む銅鉱山企業はそれ以前から増産に苦慮し、現在も市場では銅鉱石不足が続いている。

1. 新規鉱山発見への道はより困難になっている

2024 年 9 月中旬、2018 年に BHP よって発見された豪州の Oak Dam 鉱床が、同社の希望の光となっているという記事が報じられた。同記事によると、この鉱床はめったにない貴重なもので、すべてが計画通りに進めば、BHP がここでゼロから新しい事業を建設することになるという。BHP は 2023 年、智 CODELCO を抜いて銅鉱石生産量で世界一となった最大の資源メジャー企業である。こ

の記事から、その BHP でさえ、大規模な新規探鉱プロジェクトは少なくなっているということが窺える。

Bloomberg 社の 2024 年 9 月 19 日付けの記事によると、探鉱活動においてグリーンフィールド（新規地域）での予算シェアは、2009～2013 年には半分以上あった。しかしシェアは減少し、プロジェクトの規模も縮小、2019～2023 年のグリーンフィールド分は約 4 分の 1 に過ぎなかったという。

1950～80 年代には銅資源の発見が相次いでいた。現在生産されているものは殆どがその時代の発見である。世界最大の銅鉱山で BHP が稼行する Escondida 銅鉱山は、2023 年に約 1.07 百万 t を生産しているが、その歴史は 1970 年代後半から 1980 年代初頭に遡る。

2024 年 9 月末に S&P 社は次のように報じている。「業界が新規探鉱を敬遠し、主要な銅の発見が少なくなっていることが明らかである。業界が初期段階の探査から距離を置く傾向にあるため、過去 10 年間で増えた埋蔵量の大部分は古い既存鉱床からのもので、主要な新しい銅の発見は世界的に少なくなり、1990 年代に発見された鉱床での増加分が 7 割を占めている。また、1990 年代～2000 年代初頭の銅探査予算におけるグリーンフィールドでの探鉱シェアは通常 5～6 割の範囲であったが、2023 年は、初期段階の探査はわずか 28% で、過去最低を記録した。」

現在でも地質学的レベルではプロジェクトはあるといえる。しかし、高品質の鉱床を見つけるのが難しくなり、探鉱活動はより深く、技術的により難しい鉱床となり、また、あまり条件の良くない地域に進出する必要が生じている。前述の BHP の豪 Oak Dam 鉱床は地下約 4km にあり、その深度では地熱が問題になり始める。Olympic Dam Deeps 鉱床も同じような条件下にある。同社が 2024 年 7 月に買収した探査会社加 Filo Mining 社のアルゼンチンとチリにまたがる Filo del Sol (FDS) 銅プロジェクトは海拔約 5,000m に位置し、空気が薄すぎてヘリコプターがホバリングするのも困難であるという。

この他、鉱業に対する社会的、環境的抵抗が強まり、人件費、設備費、原材料費も高騰している。さらに鉱山開発には時間がかかるため、銅の生産に至るには短くとも十何年も先のこととなる。Oak Dam 鉱床の例でも、最終的な投資決定でさえ早くとも 2027 年になるという。

2. 企業や投資家は新規開発より既存案件に手を伸ばす

このような状況下では、新規開発を進めようとする鉱山企業や投資家にとって、遠い将来に生産が開始するプロジェクトの判断は難題である。

金属価格が投資に見合うのか、という点は資金提供の大きな判断材料の 1 つとなる。銅価格は 2024 年 5 月に 11,000US\$/t を超えた。しかし、世界経済は低迷しており、銅が現在の価格から 30% 近く上昇し 12,000US\$/t に達しなければ、新規鉱山への大規模投資を奨励することはできないという。銅の場合、新規用途より既存用途の規模のほうが大きいため、電気自動車（EV）需要案件などの増加だけでは市場をけん引するに至らない。

このような背景では、鉱山経営者やその株主が、十分な資金を提供して新規プロジェクトを建設することより、代わりにライバル企業を買収したいと考えるのは必然である。

英 CRU 社によると、既存の鉱山からの生産量も今後数年間で急激に減少する見通しで、鉱山企業は業界の供給ニーズを満たすためには、2025～2032 年までに 150bUS\$ 以上を費やす必要があるという。

3. 資源メジャー、銅採掘企業間での M&A の動き

3-1. BHP

BHP は 2024 年 4 月、銅を目的としてライバルの Anglo American を 4.9bUS\$ で買収しようとした。この動きは、鉱山企業が十分な鉱山を建設できていないことを色濃く反映したものとして捉えることができる。現段階で不成立に終わっているが、Anglo American を買収すれば、世界の銅生産量の約 10% を占めるグループを形成するはずであった。

BHP は現在、世界一の銅生産企業である。主な稼行鉱山としては、チリの Escondida 銅鉱山、Spence 銅鉱山、Cerro Colorado 銅鉱山、ペルーでは Antamina 銅・亜鉛鉱山がある。また、豪州では Carrapateena 銅鉱山、Olympic Dam 銅・金鉱山、Prominent Hill 銅・銀・金鉱山の 3 鉱山がある。豪 SA 州では Olympic Dam 銅製・精錬所の拡張を引き続き進めており、この地域での生産量を、前年度の 322 千 t/年から 2030 年代初めまでに 500 千 t/年に、2030 年代半ばには 650 千 t/年まで引き上げる予定である。拡張に関する最終投資決定 (FID) を 2027 年に下す予定である。

同社の最近の足跡をたどると次の様になる。豪 SA 州の銅鉱山に注目して、銅と金の生産者である豪 OZ Minerals 社を 2023 年 3 月に 6.4bUS\$ で買収した。2024 年 4 月には、前述のとおり、ライバルの Anglo American 買収の動きがある。また、2024 年 7 月にはアルゼンチンとチリの国境で開発中のプロジェクトに注目し、加 Filo Mining 社を加 Lundin Mining 社と共同で買収することに合意した。両社は、Filo del Sol と Josemaria 両プロジェクトを保有するため、50 : 50 の合弁会社を設立する。

Mike Henry CEO は 2024 年 10 月に次の様に述べている。「Filo 社のプロジェクトは数十年で最も重要な銅の発見の 1 つであると考えている。取引が 2025 年 3 月期に完了すれば、このプロジェクトを推進する機会を得る。M&A は同社にとって成長の選択肢の 1 つに過ぎない。当社は銅資源のグリーンフィールドでの活動を世界的に増やしてきた。すでに保有している資源からより多くのものを得ており、世界のどの企業よりも銅資源埋蔵量が多く、その成果が今現れている。」

3-2. Rio Tinto

BHP と肩を並べる資源メジャーの Rio Tinto は最近、銅の成長に重点を置き始め、2024 年以降、銅市場に年間 3% の成長を見込んでいる。これまで、Rio Tinto にはいくつかの買収劇があった。2007 年、銅ではないがアルミ生産大手、加 Alcan 社の買収を行った。一方で、2008 年 2 月、BHP による買収提示がなされた。この件は、世界経済で金属価格の急落により見送られたが、同年、中国の CHINALCO 社 (Aluminum Corporation of China、中国鋁業集团有限公司) に 9% の株式を売却している。

Jakob Stausholm CEO は 2024 年上半期の業績説明の際、大型買収を検討するかもしれないが、市場は少し過熱しており、そのような価格に支払う用意がなく簡単に参入できない、と述べている。関係者によると Rio Tinto の買収リストには加 Teck Resources (以下、Teck) も含まれているという。

生産面ではモンゴル Oyu Tolgoi 銅鉱山から大幅な追加生産が予定されている。CODELCO やペルーでの加 First Quantum Minerals 社との提携も含まれる。また、2023 年にグリーンフィールドに 0.3bUS\$ を費やしている。

同社は Oyu Tolgoi 銅鉱山のほか、米国の Bingham Canyon 銅鉱山、Kennecott 銅鉱山を稼行、智

Escondida 銅鉱山にも権益を有する。Kennecott 銅鉱山では製錬所を稼行しており、その生産量はすべて米国内で消費されている。2023 年の銅鉱石産量は 600 千 t 程度で、世界の第 8 位である。

米 AZ 州 Resolution 銅鉱山は、完成すれば数十年にわたって米国の銅需要の 4 分の 1 以上を供給することになる。しかし、このプロジェクトが先住民 San Carlos Apache 族の聖地を破壊することを懸念し、先住民団体が強く反対、許可手続きは 12 年以上も長引いている。同プロジェクトの 55% は Rio Tinto が、45% は BHP グループが所有している。

3-3. Freeport-McMoRan

Freeport は単一の銅生産企業であったが、Richard Adkerson 前 CEO が、25.9bUS\$ の Phelps Dodge 社や 20bUS\$ の McMoRan Exploration Company 社などの大型買収を行い、大手銅生産企業となった。しかし同社は、この 10 年間の多くの時間を銅、モリブデン生産者の再編に費やしている。そして、浸出技術の革新により、低コストで銅の生産量を増やすことを目指している。

2024 年 6 月に同社の新 CEO となった Kathleen Quirk 氏は内部成長に重点を置く姿勢を改めて強調しており、BHP による Anglo American 買収のような高額な入札が見られた M&A の様なホットなトレンドからは一歩退いている。しかし、機会があれば経済的に対応する用意があるとも発言をしている。

同社は 2023 年、1.27 百万 t の銅を生産し、CODELCO に次ぐ第 3 位に位置する。北米では Morenci 銅鉱山があり、南米ではペルー Cerro Verde 銅鉱山の半分以上を所有し、住友金属鉱山も 21% を所有している。2024 年 6 月 2 日に同鉱山の拡張プロジェクトに関する技術報告書が承認され、2026 ~ 2044 年まで目標取扱量を 420 千 t/年、マインライフは 2052 年までと見られている。この鉱山は、ペルーで生産される銅の約 19% とモリブデンの 34% を占めている。

また、チリの El Abra 銅鉱山の 51% を所有、残りは CODELCO が保有している。拡張に約 7.5bUS\$ を投資する計画である。許可要件のため拡張には 7~8 年かかる見込みで、2025 年末までに環境影響評価書を提出する予定である。拡張後は約 340 千 t/年の銅が生産される。

インドネシアには Grasberg 銅鉱山があり、2023 年 Grasberg 銅鉱山は約 750 千 t を生産した。しかし、輸出ライセンスの更新時期に関連したインドネシアでの出荷遅延があり、売上が 2023 年に比べて減少したという。

2009 年に DR コンゴ Tenke Fungurume 銅・コバルト鉱山の生産を開始したが、2016 年に保有株を中国の China Molybdenum 社 (CMOC、洛陽欒川鉬業集団股分有限公司) に売却した。2020 年には同じく DR コンゴ Kisanfu 鉱山も CMOC 社に売却した。

専門家は、同社の銅生産量は今後 5 年間 1.3 百万 t/年と、ほとんど増加しないと予想している。

4. 金鉱山企業からのラブコール

銅資産の買収の動きは、同業同士だけでなく鉱業界の他の鉱種、例えば金採掘量世界 1 位の米 Newmont 社、2 位の加 Agnico Eagle Mines 社、加 Barrick Gold 社など金鉱山企業からも行われている。2024 年 1 月 DOW JONES は、金生産企業らは最近、貴金属が史上最高値となったことを祝ったが、彼らはその思いがけない利益の多くを銅に再投資していると報道している。

米 Newmont 社は金生産量世界第 1 位であるが、銅の生産も 190 千 t/年以上あり銅生産量では世界の 26 位にある。2023 年 11 月に豪 Newcrest Mining 社を約 15bUS\$ で買収した。この買収は銅資

産も目的の1つであった。米 Newmont 社の Tom Palmer CEO は以下のように語っている。「世界は今後 10 年以内に大規模な銅不足に陥ると見ている。豪 Newcrest 社買収後、売上高の約 10% を銅から得ており、今後 20% 以上に上昇すると予想している。現在、米 Newmont 社の埋蔵量の約 30% が銅である。豪 Newcrest 社の買収が完了し、2024 年の主な焦点は、Tier 1（一次請け）資産を統合し、世界最高の金と銅の事業とプロジェクトの集合体に変革することである。」

同社は 2024 年 2 月に国際銅協会（ICA）に加盟、同年 10 月には豪 Cadia 銅鉱山が、米 Newmont 社として初めて Copper Mark を取得した施設となった。Cadia 銅鉱山は豪州第 2 位の銅生産鉱山である。

金生産量第 2 位の加 Agnico Eagle 社は 2023 年、銀採掘の中心地であるメキシコ Zacatecas 州にある Teck の San Nicolás 銅・亜鉛プロジェクトの半分を買収した。2024 年 10 月には、銅・金探鉱会社の加 ATEX Resources 社の株式 13% を取得した。ATEX 社はこの投資をチリ Atacama 地方の主力プロジェクトである Valeriano 銅プロジェクト推進に充てる予定である。同プロジェクトは品位：銅 0.49%、金 0.21g/t で、1.44 十億 t の資源量がある。

同社の Ammar Al-Joundi CEO は、これを新天地チリでの事業拡大の可能性を試す手段と位置付けている。また、銅プロジェクトは非常に有益で、貴金属からの収益に占める同社のシェアが約 99% から約 93% まで下がるだろうとみている。これらの活動で、銅の将来性で金の先行き不安をオフセットしようとしている。

加 Barrick Gold 社は金生産量では第 4 位であり、銅生産メジャーの一角に食い込むという目標を立てている。Mark Bristow CEO は 2023 年 11 月、投資家に対し、「加 Barrick Gold 社はパキスタンで事業を構築し、ザンビアの Copperbelt にある Lumwana 銅鉱山を拡張することで銅生産者メジャーになることを目指している、パキスタンの Reko Diq 銅・金プロジェクトは、2028 年に生産が開始され、世界の 10 大銅鉱山に入るだろう」と述べた。また、2024 年 1 月には加 First Quantum Minerals 社の主要投資家数社に接触し、買収の可能性に対する支持を探った。加 Barrick Gold 社は 2023 年、約 160 千 t の銅を生産しているが、世界ランクでは第 29 位に位置する。

南ア Harmony Gold Mining 社は豪 Eva Copper プロジェクトを 2022 年に買収、2028 年を目標に開発を進めている。同社にとってこのプロジェクトは、金属価格が異なる方向に変動した際に収益への影響を和らげるチャンスになるとしている。

5. 今後の M&A はどう動くのか

2024 年 6 月 27 日、Reuters 社は、BHP による Anglo American 買収の試みが失敗に終わった今、新たに興味をそそられる分野で、次に M&A の注目が集まるのはどこなのかという記事を出した。同記事によると、次の背景から、その目は Teck と Freeport-McMoRan に向けられているという。

銅に重点を置く主要企業には、英 Antofagasta 社（時価総額 26bUS\$）と、墨 Southern Copper 社（85bUS\$）がある。これらの鉱山会社は、それぞれ 600 千 t/年と 900 千 t/年以上の生産量を誇っている。英 Antofagasta 社はチリの Luksic 家が株式の 65% を所有しており売却の兆しを見せていない。墨 Southern Copper 社はメキシコの財閥 Germán Larrea Mota-Velasco 氏が率いる Grupo México が株式の 90% を保有している。加 First Quantum Minerals 社（11bUS\$）は 2023 年、700 千 t/年以上の銅を生産したが、パナマ Cobre Panamá 銅鉱山はパナマ政府との争いに巻き込まれている。

これとは対照的に、機関投資家が大部分を所有する Freeport-McMoRan は、より有望な M&A 候補に見える。Teck はさらに魅力的である。その理由の 1 つは、同社の銅生産量は 2028 年までに約 2 倍の 600 千 t/年近くになる可能性があり、Teck の 2025 年の銅 EBITDA の予測は 60% で、Freeport-McMoRan の 45% を上回ることである。また、Keewil 家の特別議決権株は 5 年後に普通株に切り替わる。さらに Teck の原料炭事業を Glencore に売却すると、同社は非常に魅力的なターゲットになる。

2024 年 10 月末、BHP の MacKenzie 会長は、再度 Anglo American に対する買収提案を行わないと受け取れる発言をしたが、後日これはそのような意思表示ではないと修正されている。

一方ターゲットとなった Anglo American は、豪州の原料炭鉱山の 70% の権益を保有する合弁会社の株式 33.3% を 1.6bA\$ (約 1.1bUS\$) で売却することで合意、残りの石炭関係資産の売却、南アのプラチナ鉱山、De Beers 社の分離検討が進んでいる。

Trump 大統領の返り咲きで 2025 年の鉱業界にどのような影響があるか、銅買収の動きを含め注視する必要がある。

おことわり:本レポートの内容は、必ずしも独立行政法人エネルギー・金属鉱物資源機構としての見解を示すものではありません。正確な情報をお届けするよう最大限の努力を行ってはおりますが、本レポートの内容に誤りのある可能性もあります。本レポートに基づきとられた行動の帰結につき、独立行政法人エネルギー・金属鉱物資源機構及びレポート執筆者は何らの責めを負いかねます。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、独立行政法人エネルギー・金属鉱物資源機構資料からの引用であることを明示していただきますようお願い申し上げます。