



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 384 期  
2020/12/11

### 黄金

周二，因市场对美国有望推出新财政刺激措施的预期不断升温，金价大幅回升至1,860美元/盎司上方。

### 白银

因银价回调提振国内需求，印度本地银价对国际银价的折价已从一周前的1美元/盎司收窄至0.60美元/盎司。

### 铂金

提前三个月完成转化炉厂A期作业区的重建后，英美铂业将其2020年产量指引中设定的精炼铂族金属产量上调至260万至270万盎司。

### 钯金

诺里尔斯克镍业公司计划在2030年后将其铂族金属产量从2020年的水平提升50%。

### 来自副产金属的收入增加带动白银矿企的成本下降

Metals Focus编制的“银矿成本分析季度报告”列报了原生白银矿山多个产量与成本指标的年度与季度数据。最新发布季报显示，今年三季度原生银矿的产量较上个季度增长18%至3,900万盎司。产量增长得益于多个产银国尤其是墨西哥和秘鲁的矿山在全国性防疫限制措施（这些措施导致二季度产量大幅下降）解除后，已恢复满负荷生产。

### 虽然受到新冠肺炎疫情的冲击，生产成本仍下降

虽然二季度防疫限制措施的广泛实施导致白银产量下降并推高了很多矿山的生产成本，但全球原生白银矿山总现金成本（TCC）的均值实际上较上个季度下降了39%，至4.19美元/盎司。这归因于三个因素：首先，二季度秘鲁高成本矿山因遭受新冠肺炎疫情的严重冲击，产量下降；其次，很多产银国的货币对美元贬值；最后，金价走强推动白银矿山的副产品收入持续上升。还需指出的是，矿山因疫情停产所产生的保养和维护费用尚未在报告期的运营成本中确认，因此，总现金成本和总维持成本（AISC）数据并未反映出矿山停产的总体影响。

三季度原生白银矿山的总现金成本环比进一步下降21%，至3.33美元/盎司。值得注意的是，虽然三季度很多主要产银国的货币对美元升值给白银成本带来上行压力，但成本仍下降。成本进一步走低主要得益于金价进一步走强，8月份创出历史新高，加之基本金属价格在上半年受疫情冲击而暴跌后也大幅回升，例如，三季度



Metals Focus 感谢其合作单位——中国黄金协会  
对《贵金属周报》中文版的支持



Metals Focus感谢下列机构对《贵金属周报》中文版的支持

valcambi  
suisse

[www.valcambi.com](http://www.valcambi.com)



A PALLION COMPANY  
[www.ABCbullion.com](http://www.ABCbullion.com)

MARSH

[www.marsh.com](http://www.marsh.com)

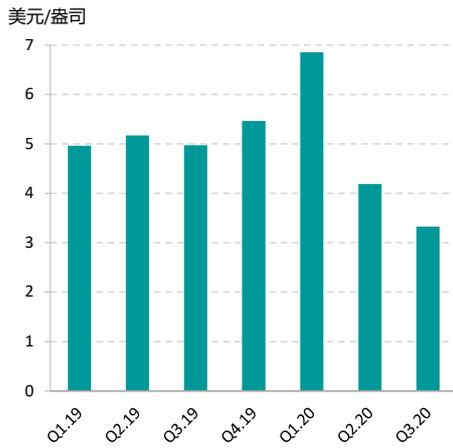


[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)



[www.aurus.com](http://www.aurus.com)

全球原生银矿总现金成本



数据来源: Metals Focus银矿成本报告

铜、锌、铅的价格就分别较二季度上涨22%、19%和12%。

银矿副产品价格表现

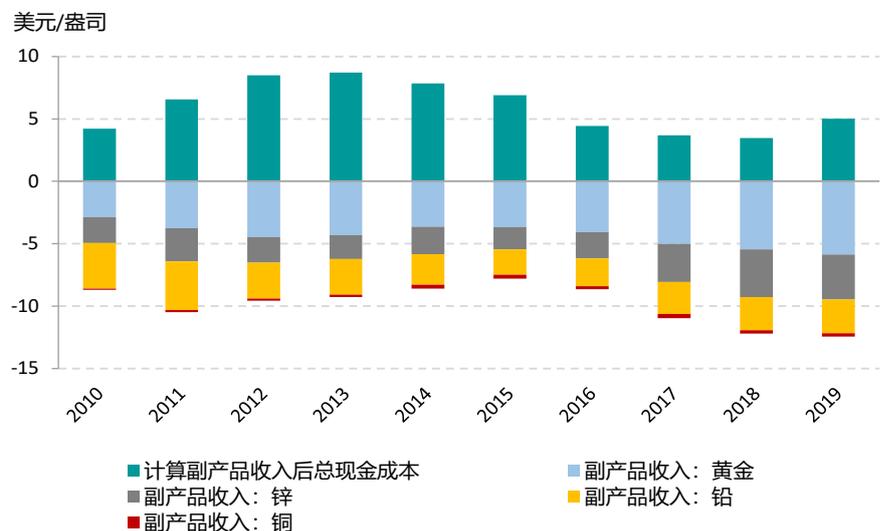


\*指数, 2020年1月1日=100  
数据来源: 彭博社, Metals Focus

副产品收入对白银矿山日益重要

自2015年以来, 矿企每生产一盎司白银所产生的副产品收入已从7.79美元/盎司升至2019年的12.43美元/盎司。2019年副产品收入主要来自黄金(47%), 其次为锌(29%)、铅(22%)和铜(2%)。副产品收入持续增加得益于在此期间上述四种金属的价格不断上涨——以年均价计, 金、锌、铅和铜的期间涨幅分别为17%、24%、11%和8%, 同时原生白银矿山这四种金属的产量也走高。2019年每盎司副产品收入达到12.43美元/盎司, 已创出过去十年来的新高。而随着有色金属价格继续上涨, 2020年副产品收入很可能超过2019年。

全球原生银矿总现金成本与副产品收益



数据来源: Metals Focus银矿成本报告

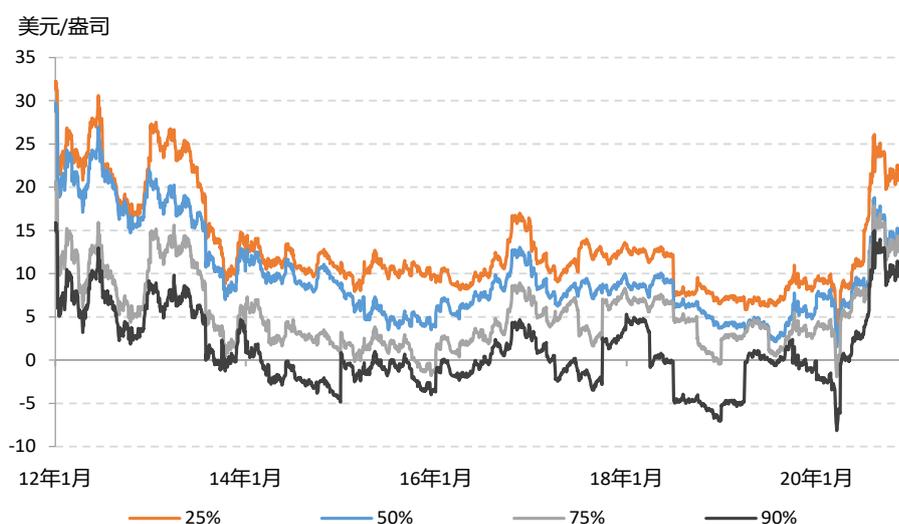


原生白银矿山可以产出两种不同的产品：精炼用金银锭和银精矿。生产精炼用金银锭的矿山通常只产出黄金和白银，因此黄金副产品收入对其影响更大。相比之下，生产银精矿的矿山通常还从锌、铅、铜等基本金属获得额外的副产品收入，因此这部分副产品收入对其影响更大。今年前九个月期间，生产精炼用金银块矿山的总现金成本同比下降9%，而生产银精矿矿山的总现金成本则仅下降2%。其背后的原因是，在此期间金价涨幅远高于锌和铅价格的涨幅，而生产银精矿矿山的副产品收入主要来自这两种基本金属。此外，今年银精矿生产商还面临加工处理费用上升的挑战。该费用为银精矿冶炼和精炼基本金属所产生的费用，需从来自基本金属副产品的收入中扣除，从而导致副产品总收入减少。

### 利润率增长强劲，但矿企的重点仍放在价值最大化之上

三季度银价较二季度飙涨49%，白银矿企的运营成本又大幅下降，得益于此，目前这些企业的利润较为强劲。运营成本位于总维持成本曲线90%的矿企，目前利润率为约8美元/盎司。不过虽然基本面强劲，主要生产商仍把控制成本和实现资产的回报最大化作为重点。因此，所产生的额外现金流主要用于强化资产负债表和提高股东回报率，对增加资本支出仍持很谨慎的态度。不过，如果当前的利润率水平未来能够保持，预计这些白银矿企将向扩产项目投入资本并增加其在行业内的并购活动。

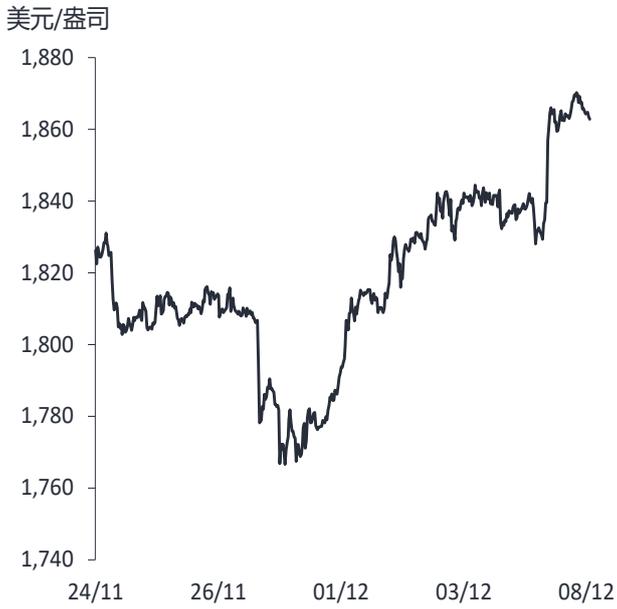
不同百分比银矿总维持成本曲线下的利润



数据来源: Metals Focus银矿成本报告

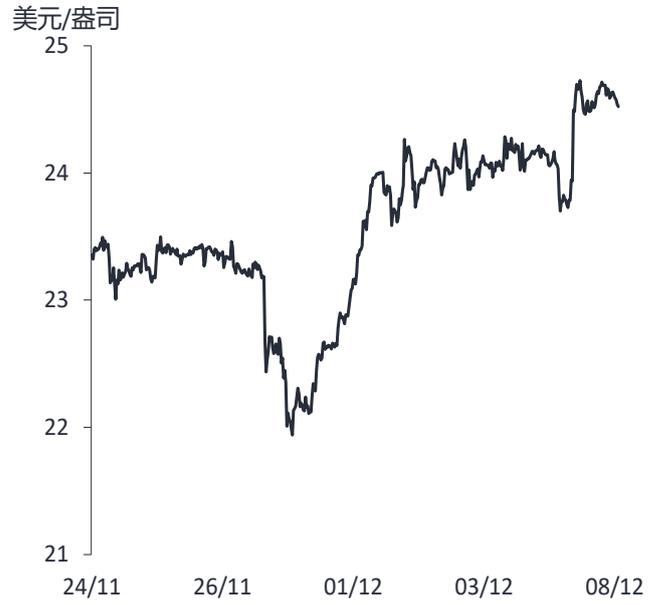
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



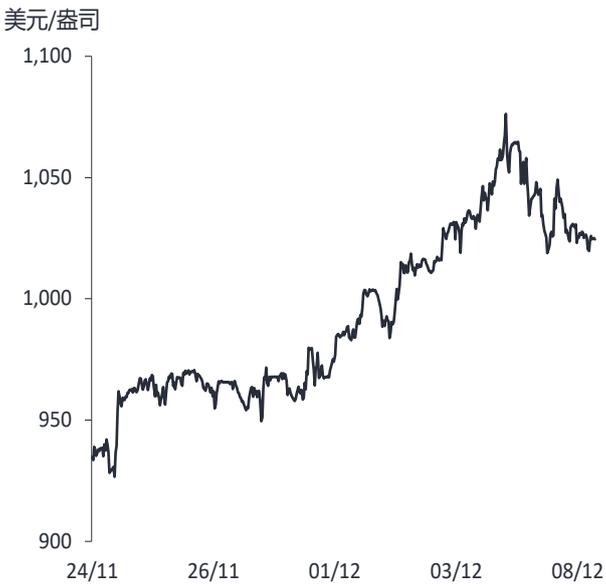
来源: Bloomberg

## 白银



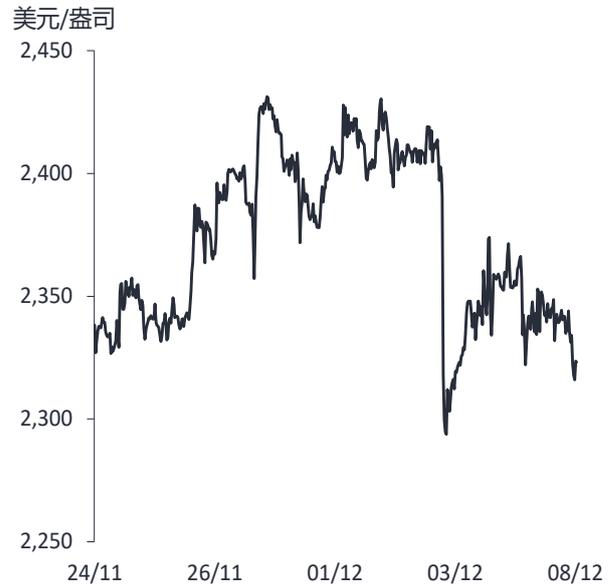
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

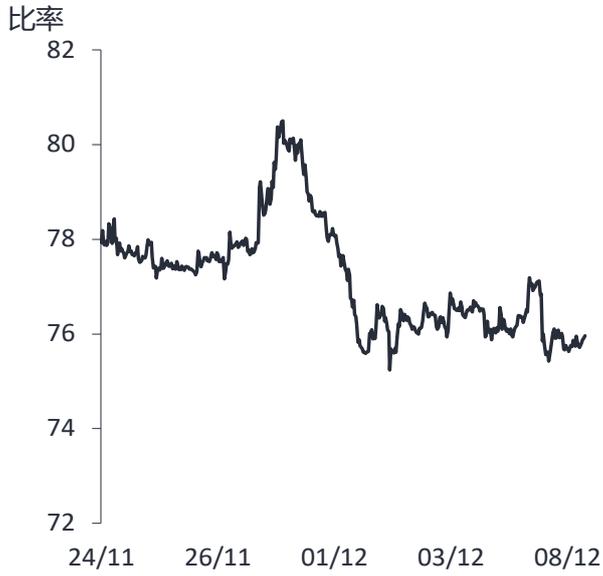


来源: Bloomberg



# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

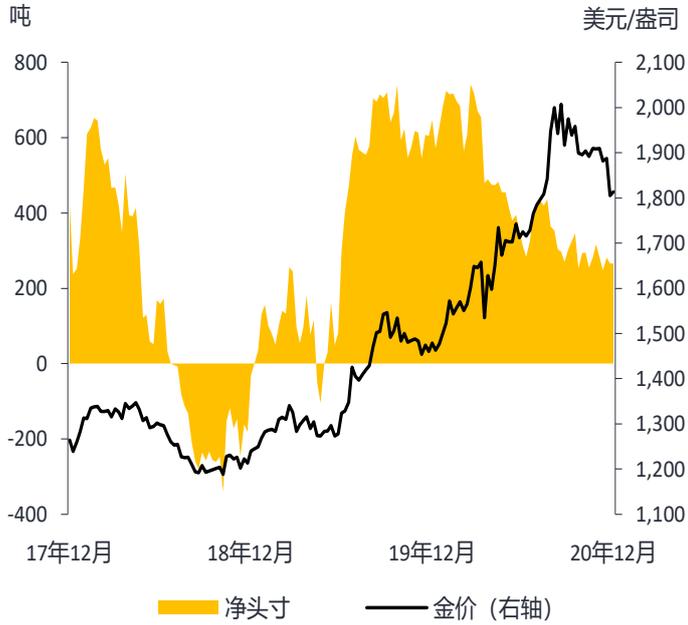


来源: Bloomberg



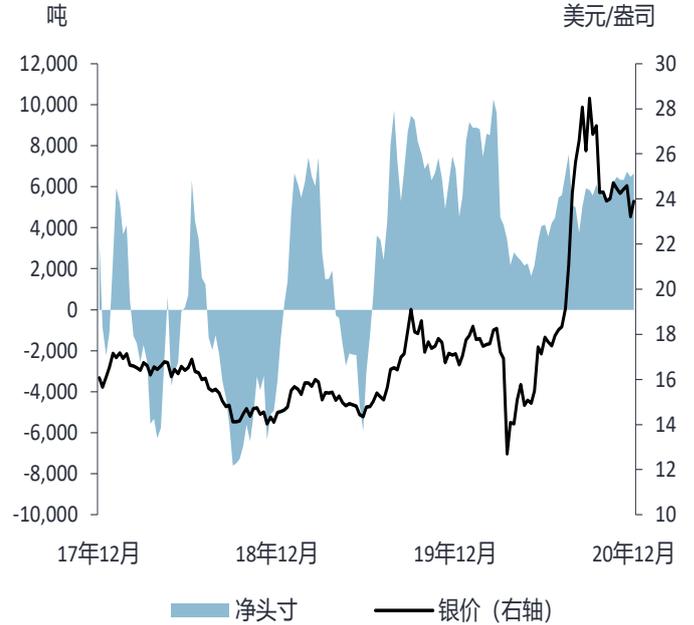
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



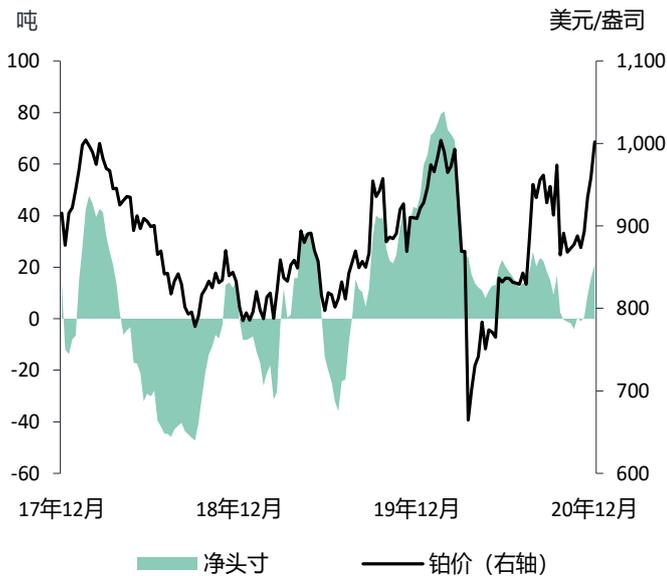
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 白银



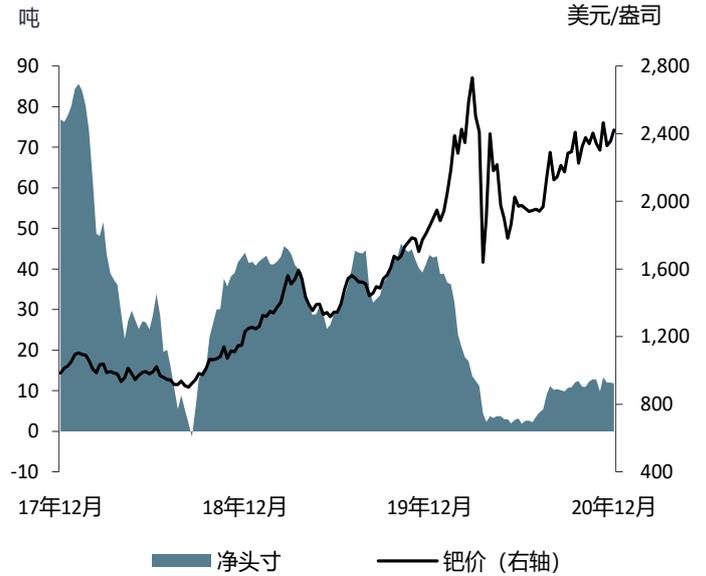
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 铂金



\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 钯金



\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg



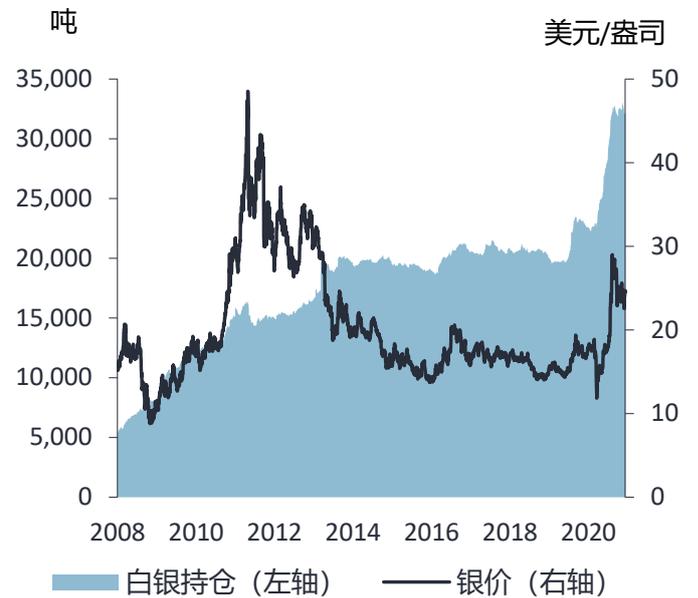
# 图表 - ETP 持仓

## 黄金



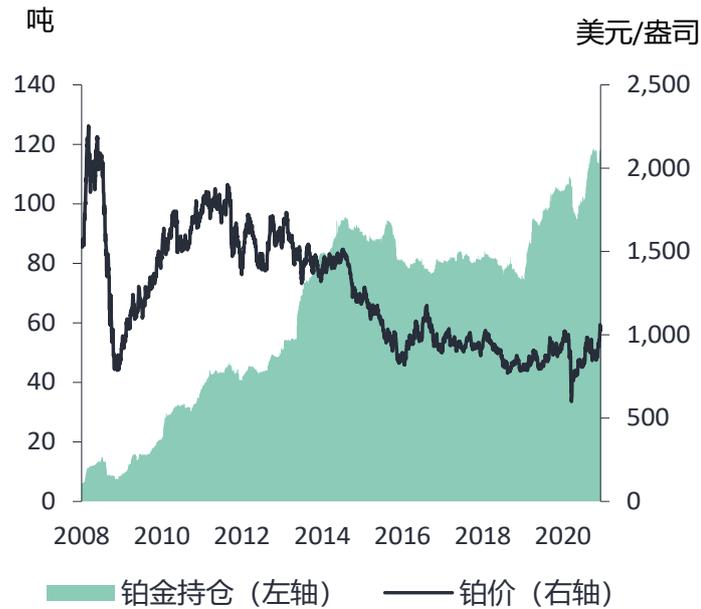
来源: Bloomberg

## 白银



来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金



来源: Bloomberg



## Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 常务董事

Charles de Meester, 常务董事

Neil Meader, 金银业务主管

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 高级顾问 - 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问 - 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Mansi Belge, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究助理-孟买

Neelan Patel, 区域销售总监

Ana Monsivais, 销售经理

Mirian Moreno, 业务经理

Nikos Kavalis, 常务董事 - 新加坡

Adam Webb, 矿业组主管

Wilma Swarts, 铂组金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Chirag Sheth, 南亚地区顾问 - 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员 - 上海

Çagdas D. Küçükemiroglu, 顾问 - 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 高级顾问 - 孟买

Francesca Rey, 顾问 - 马尼拉

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员 - 上海

Sarah Tomlinson, 研究员

Gloria Titilayo, 办公室经理

## Metals Focus - 联系方式

地址

Unit T, Reliance Wharf

2-10 Hertford Road

London N1 5ET

U.K.

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

www.metalsfocus.com



MetalsFocus金属聚焦

微信扫描二维码，关注我们公众号

## 免责声明与版权声明

除非另有说明，本报告中所有知识产权的拥有或持牌人均均为Metals Focus Ltd。本报告(包括任何附件和附件)是为收信人独家使用而编写的。本报告中任何内容均不构成购买或出售贵金属或相关证券或投资的要约，也不构成关于购买或出售贵金属或相关证券或投资的建议。在根据本报告的内容采取(或不采取)任何行动之前，您必须获得专业或专家的建议。虽然我们已尽一切努力提供在本报告中公布的信息，但Metals Focus Ltd并不保证其内容的准确性或通用性。本公司对任何错误或遗漏概不负责，亦不对任何损失或损害承担任何责任，亦不对任何第三方承担任何责任。

本报告(包含本报告的任何部分)不得在未经Metals Focus明确书面同意的情况下复制、分发、传输或传达给任何第三方。本报告以电子方式提供，只有已获发个人用户牌照的获授权用户，才可下载本报告的副本。如有需要，可向Metals Focus Ltd购买额外的用户许可证。任何未经授权的工作行为可能导致民事或刑事诉讼。