



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 481 期

2022/11/11

黄金

周三，因美元和美债收益率双双回落，金价飙涨至近一个月来的高点1,717美元/盎司。

白银

金/银价格比率降至79.4:1，触及4月末以来的最低点。

铂金

今年三季度西班牙-静水矿业公司位于南非矿山的4E铂族金属产量同比下降14%，至43.2万盎司，其位于美国矿山的2E铂族金属产量也下降40%，至8.6万盎司。

钯金

10月份印度乘用车销量同比上升41%，至32.9万辆，较2019年新冠疫情爆发前的同期销量增长18%。

黄金生产商对冲头寸的演变

近多年来黄金生产商一直进行套期保值对冲操作，以根据企业发展策略或是债务融资合同的强制性要求，保障其现金流。对冲有多种形式，其中最为常见的是远期合约和期权合约。远期合约指在未来约定的日期，按约定价格买入或卖出固定数量黄金的合约。而在期权合约下，期权持有人拥有以约定价格，在未来约定日期买入或卖出黄金的权利，而非义务。期权持有人支付期权权利金，合约通常以现金结算。

随着金价、宏观经济状况及趋势的变化，全球黄金生产商的对冲头寸正持续发生变化。十五年前，由于英美黄金阿散蒂公司 (AngloGold Ashanti) 和巴里克公司 (Barrick) 等行业巨头的套保头寸因现货黄金价格飙涨而产生了巨额按市价计值的负债，对冲操作的吸引力急剧下降，全球黄金生产商总对冲头寸冲超过800吨的时代结束，之后很长一段时间内都净减持套保头寸 (net de-hedging)。近期黄金生产商的对冲头寸已开始回升，但与2008年前相比对冲操作仍更为谨慎。目前黄金矿企一般都实施严格的内部政策，规定总产量中可进行对冲的比例，通常不超过30%。从2012年起全球黄金生产商的总套保对冲头寸逐年上升，2016年触及256吨的高点。之后则进入下行通道，2021年降至164吨，创出2014年以来新低。

过去几年间，黄金套保的供应国发生了很大变化。2015年俄罗斯供应量占全球套保黄金总供应量的54%。当时为保障Natalka矿山建设期间的现金流，极地黄金公司 (Polyus) 订立了覆盖至2018年54吨黄金产量的远期合约和奇异期权合约。在2018年被澳大利亚



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



A PALLION COMPANY
www.ABCbullion.com

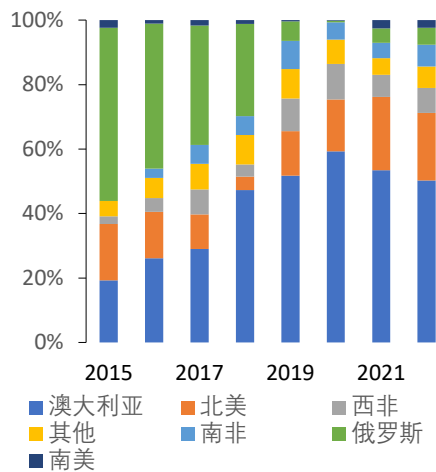


www.aurus.com



www.randrefinery.com

按原产地分类黄金生产商对冲



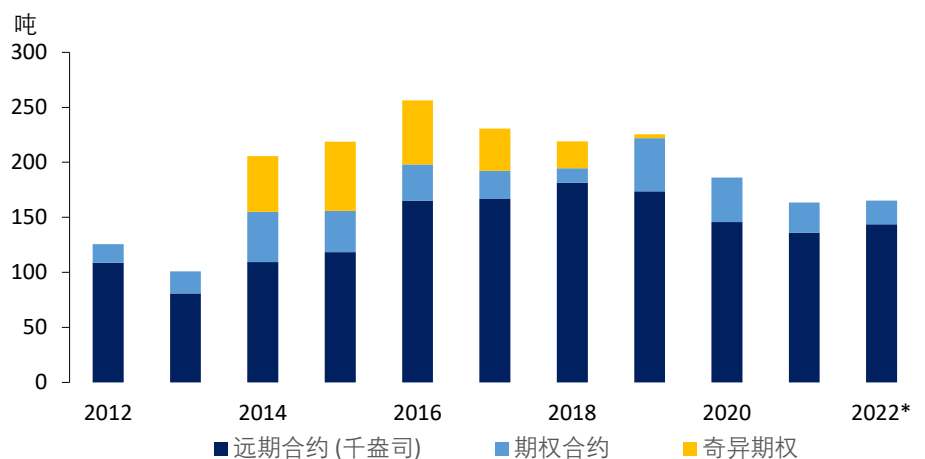
*2022年为年初至今数据
数据来源: Metals Focus, 彭博社

超过前, 俄罗斯一直是主要套保黄金的来源国家。因生产商利用澳元计价的金价持续上涨之机进行套保对冲操作, 从2018年起澳大利亚的套保黄金产量大幅上升, 2020年该国供应量在全球套保黄金总供应量中的占比触及60%的峰值。截至2022年二季度, 澳大利亚仍是主要套保黄金供应国, 其产量占全球总供应量的一半。北美洲供应量占到全球套保黄金总供应量的20%, 其中Argonaut黄金公司、Artemis黄金公司和IAMGOLD黄金公司为Magino、Blackwater和Côte等新矿山项目进行债务融资时都进行相关套保操作。

订立远期合约是澳大利亚黄金生产商优先选用的套保方式, 因此也是全球黄金矿企最为广泛使用的对冲合约。平均而言, 2012年以来远期合约项下的黄金供应量占到全球套保黄金总供应量的73%。不过2014-2015年期间, 主要因极地黄金公司选用奇异期权进行套保, 期权合约项下黄金供应量的占比曾大幅上升至47%和46%。在此期间期权隐含波动率下降, 导致期权权利金(其为期权价格的决定因素)走低。之后几年间波动率继续下降, 金田公司(Gold Fields)利用该机会于2019年订立了覆盖31吨黄金产量的期权合约, 用于支付其位于澳大利亚矿山的资本支出。2020年末该公司订立的期权合约到期后, 期权合约项下供应量的占比已回落, 目前仅占套保黄金总供应量的13%。目前IAMGOLD黄金公司持有的期权头寸最大, 覆盖Côte矿山与预付款挂钩的12吨黄金产量。

2020年之前, 进行套保的黄金生产商通常订立期限相对较短的套保合约, 一般覆盖18个月至两年的产量, 最长不超过三年。但2020年新冠疫情爆发后, 情况发生了变化。生产商采用合约滚动

按氢能用途分类的铂金需求量



*2022年为年初至今数据
数据来源: 各公司报告, Metals Focus

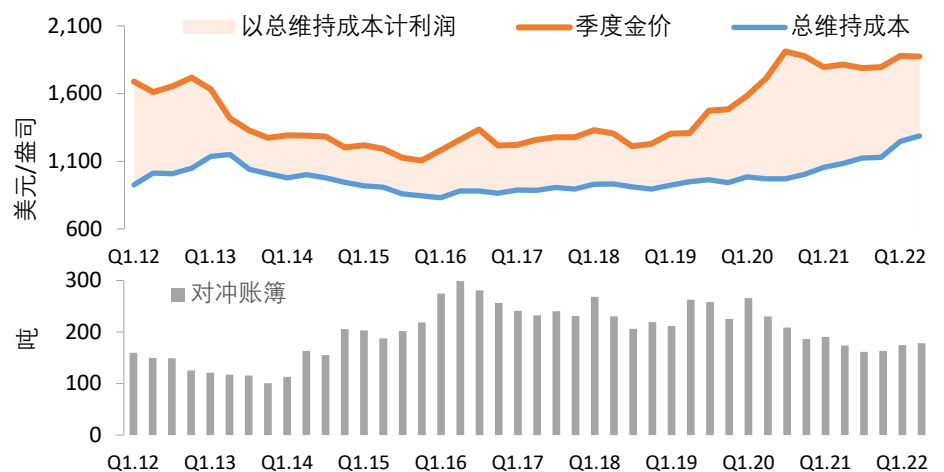


展期、延长到期日等保护性措施，使其套保头寸与产量状况相适应。虽然大多数生产商已再度选择订立期限相对较短的套保合约，但覆盖超过三年产量的套保操作已经变得更为常见。例如持有最大套保头寸的北极星矿业公司（其未平仓套保头寸达41吨），就已把套保合约的期限延长至四年，因预计来价格可能下跌而趁澳元计价的现货黄金价格更高时覆盖更多未来产量。

2014-2018年期间，虽然黄金生产商的总维持成本（AISC）下降，但因金价走弱，以AISC计的平均利润率仍已收窄至335美元/盎司。在此期间这些生产商的总套保头寸升至299吨，直至2020年中期仍超过200吨，为保障现金流持续进行套保操作。最近，虽然矿石品位下降和投入品成本膨胀推高了黄金生产商的总维持成本，但因现货黄金价格处于高位，其以AISC计的利润率仍显著走高。因此生产商保障现金流的需求减弱，为实现营收最大化而使其绝大部分黄金产量都按现货价格结算，导致对冲头寸发生了重大变化。2021年三季度其总对冲头寸已降至161吨，创2014年四季度以来最低。

在近期高金价环境下，黄金生产商已批准更多基建项目。与大型企业相比，中小型黄金矿企的流动资金更少，因此需进行债务融资，而融资时通常都必须进行套保操作，才能使项目得以投建。自2020年以来，与债务融资挂钩的套保黄金供应量所占比例已从34%升至52%。不过因现货黄金不断下跌，同时总维持按成本持续上升，黄金生产商的利润率开始收窄，会再次寻求通过套保来保障其现金流，因此上述情况可能会发生变化。

季度黄金对冲账户与总维持成本、以总维持成本计利润和黄金价格的对比



数据来源: 彭博社, 各公司报告, Metals Focus



图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



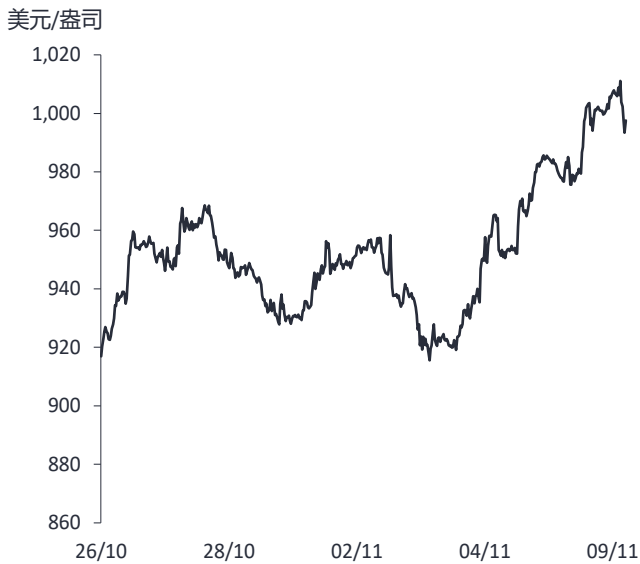
来源: Bloomberg

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



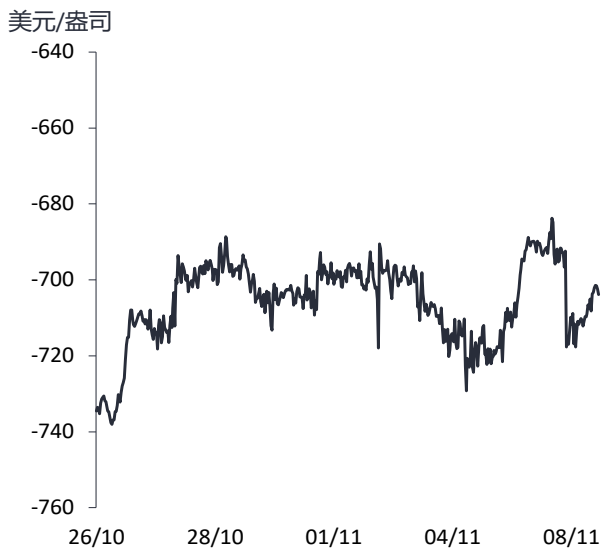
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



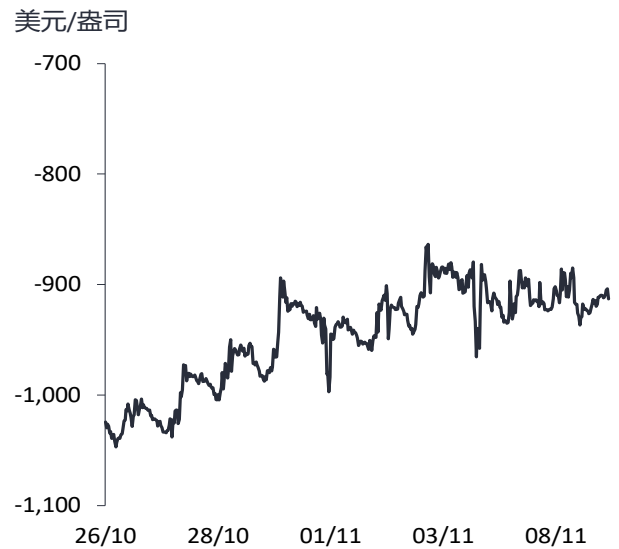
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



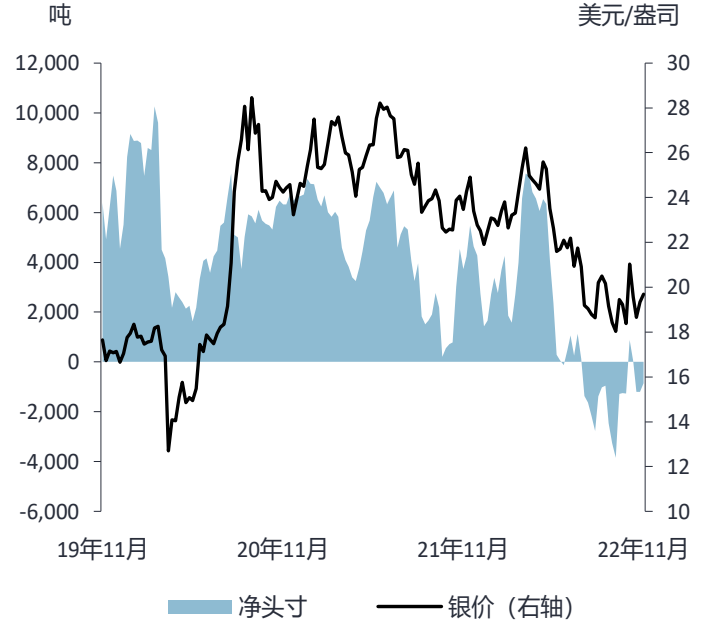
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



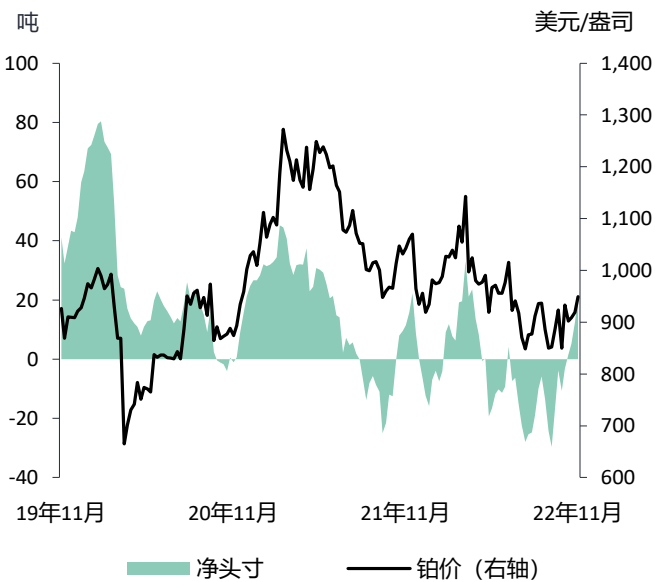
*管理基金头寸 (Managed money);
来源: Bloomberg

白银



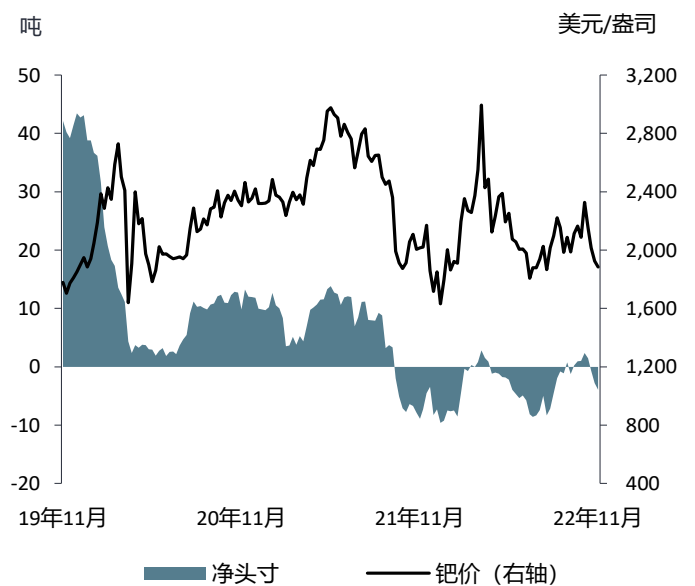
*管理基金头寸 (Managed money);
来源: Bloomberg

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

Neelan Patel, 区域销售总监

Jacob Smith, 铂族金属高级研究员

Mirian Moreno, 业务经理

Ghananshu Karekar, 实习

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

Erin Coyle, 销售及市场经理

Metals Focus - 联系方式

地址

6th Floor, Abbey House

74-76 St John Street,

London EC1M 4DT

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持有人或持牌人均均为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。