



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 541 期  
2024/01/31

### 黄金

上周，因投资者尚在等待美国采购经理指数、GDP、通胀率等重要经济数据公布，金价持稳于2,020美元/盎司一线。

### 白银

金/银价格比率升至91.5:1，为2022年9月初以来首次。

### 铂金

巴斯夫公司和贺利氏公司在中国合资设立的一家公司投入运营，从事从废汽车催化剂中回收贵金属业务。

### 钯金

欧盟理事会和欧洲议会达成初步协议，要求制造商必须在2040年前将卡车排放量减少90%，同时到2035年城市公交车的排放量须减少100%。

### 因金价上涨所获利益被总维持成本上升抵消

Metals Focus于2023年12月发布的《黄金矿山成本分析报告》显示，2023年三季度全球主要黄金生产商总维持成本（AISC）的季度均值再创单季新高，达1,343美元/盎司。虽然黄金生产投入品的成本已出现持续回落迹象，但由于一些运营制约因素，矿企的总维持成本继续上升。

2023年三季度黄金矿企的总维持成本同比和环比分别上升5%和2%，显示由于黄金矿山的燃料成本上升，叠加该季度加工的矿石吨数下降，产出每盎司黄金发生的矿山现场成本升幅扩大。所加工矿石黄金品位的均值也环比下降3%，至1.33克/吨，导致总维持成本上行压力进一步加大。矿石入选品位下降，意味着需要投入更多资源（例如药剂、电力等）来提取黄金，这通常会导致单位成本上升。矿企努力通过削减第三季度的维持性成本，来部分抵消上述因素对总维持成本的影响。

从全球来看，北美地区矿企总维持成本的均值最高，同比上升7%，至1,470美元/盎司，原因是加工的黄金矿石数量较少，导致单位生产成本上升。中南美地区矿企总维持成本的均值位居第二，同比上升7%，至1,385美元/盎司。由于矿石平均入选品位和总采收率均下降，该地区的矿企对通胀更为敏感。非洲地区矿企总维持成本的均值位居第三，同比上升3%，至1,327美元/盎司。

由于2023年三季度金价环比下跌3%，至1,928美元/盎司，主要黄金生产商7%的黄金产量以总维持成本计的利

# 2024



valcambi  
suisse

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)



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



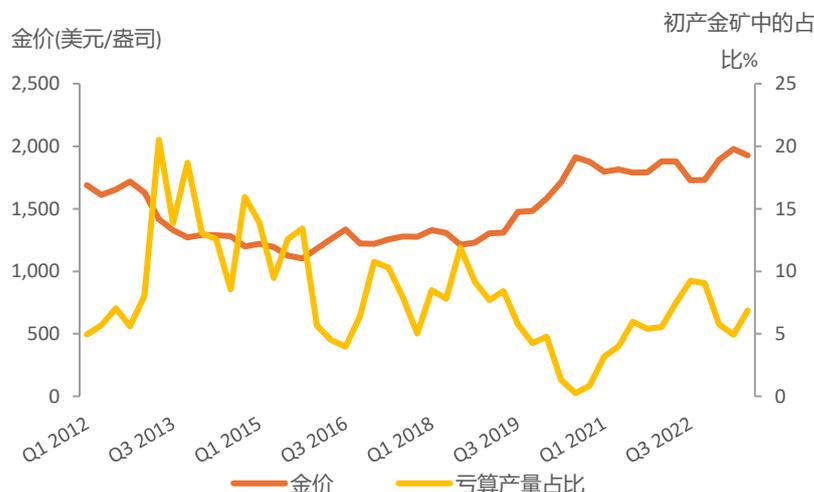
[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)

润率为负值，较二季度的5%扩大。不过相较于2022年三季度，得益于金价同比上涨11%，该亏损比例由9%收窄至7%。2023年三季度总维持成本超过金价的矿山主要位于北美洲，其次是非洲。这些矿山大多在历史上生产成本就高企，因2022年和2023年前期通胀上升总维持成本更大幅走高。

一些黄金矿企2023年三季度的总维持成本上升，是由于除通胀外，运营制约因素也加大了成本压力。作为例证，因高品位回采矿区地面条件不佳导致地下矿石加工数量和入选品位均下降，英美黄金阿散蒂公司位于加纳的Obuasi矿山生产成本就同比上升逾一倍。另一个例子是，三季度大洋黄金公司(OceanaGold)位于美国的Haile矿山总维持成本同比上升97%。由于加工的是开采自Mill Zone矿坑的低品位矿石，同时开始进行Ledbetter矿坑的废料剥离作业，该矿山的黄金产量下降。

比较位于总维持成本曲线不同百分位的矿山，第25百分位下方的低生产成本矿山总维持成本的升幅最大，季度同比和环比增幅分别为10%和5%，至1,124美元/盎司。在这些低生产成本矿山中，纽克雷斯特公司位于澳大利亚的Cadia Valley矿山总维持成本的同比升幅最大，达210%，原因是受三季度计划停工和所加工矿石入选品位下降的影响，黄金和铜的产销数量下降。该矿山的维持性资本支出减少，叠加澳元对美元贬值，部分抵消了现场作业成本的上升。

如果是在五年之前，总维持成本达1,343美元/盎司的矿山将被迫暂停生产或关闭，但得益于金价走高，目前这些矿山以总维持成本计的利润率仍稳健。虽然如此，黄金开采成本上升导致矿企在高金价初产成本高于金价的产量占比



数据来源: Metals Focus 金属聚焦金矿成本服务报告, 彭博社

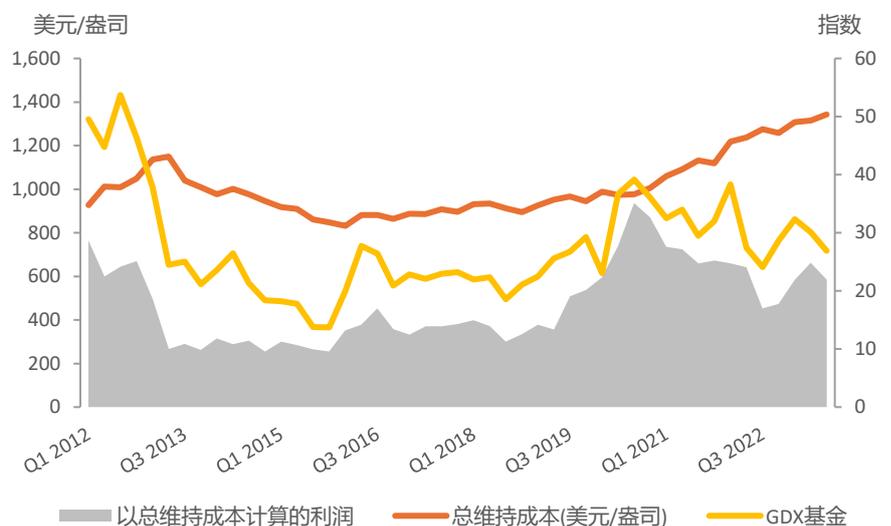


环境下本可以获得的利润收窄。2021年以来GDX VanEck金矿股ETF（交易所交易基金）表现与金价表现间的走势分化，就证明了这一点。

作为黄金矿企和产品流融资商的主要基准，GDX基金的成分股包括全球最大的黄金矿业上市公司。该基金的重仓股包括纽蒙特公司、巴里克黄金公司、纽克雷斯特公司、伊格尔矿业公司和金罗斯黄金公司(Newmont, Barrick Gold, Newcrest, Agnico Eagle, Kinross Gold)。GDX基金的交易价格未能随金价涨至创纪录高位而同步上涨，矿企的总维持成本不断上升是主要阻碍因素之一。2012年金价处于较高水平，矿企的总维持成本又位于1,000美元/盎司关口下方，推高了利润率，相应的GDX基金也上涨。例如，2012年三季度GDX基金的交易价格达到54美元，此时金价和矿企以总维持成本计的利润率分别为1,653美元/盎司和645美元/盎司。然而近年来虽然金价已大幅上涨，但由于矿企总维持成本持续大幅上升，GDX基金的涨幅受限。2020年三季度随着金价触及1,912美元/盎司，GDX基金的交易价格涨至39美元。但2023年二季度金价涨至1,978美元/盎司时，GDX基金的交易价格却降至30美元，这归因于2020年三季度至2023年二季度期间，矿企的总维持成本上升35%。

虽然还有其他一些因素也影响GDX基金的表现，但如果主要黄金矿企努力降低其总维持成本的绝对值，基金表现有望再度跟随金价走势。尽管通胀将继续带来成本上行压力，但如果矿企能够改善运营绩效，提高旗下金矿的矿石处理量和入选品位，则应能使全行业的黄金开采活动更具经济性。

### 总维持成本较高影响GDX基金表现

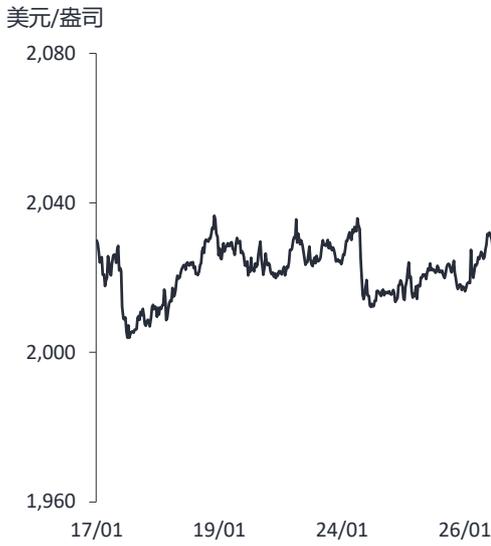


数据来源：Metalsfocus金属聚焦金矿成本服务报告, 彭博社



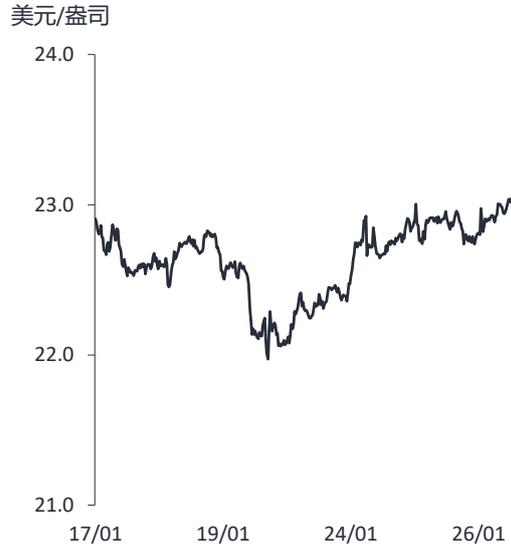
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



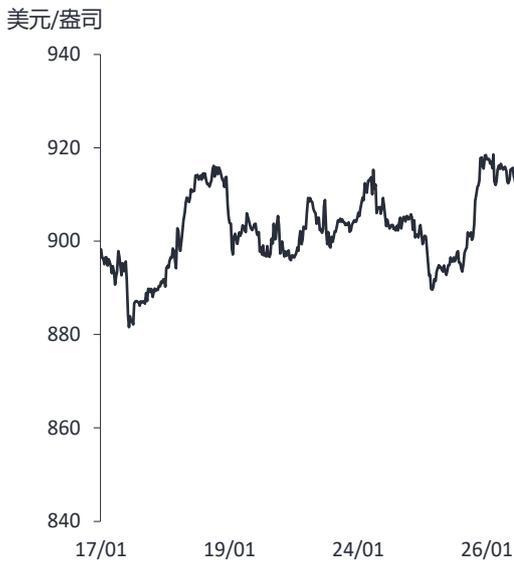
来源: Bloomberg

## 白银



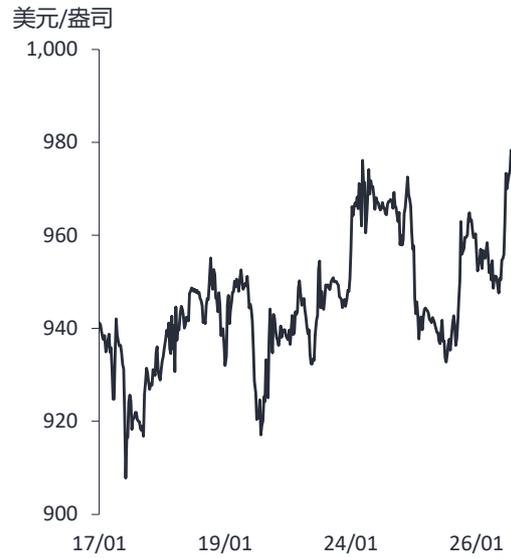
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

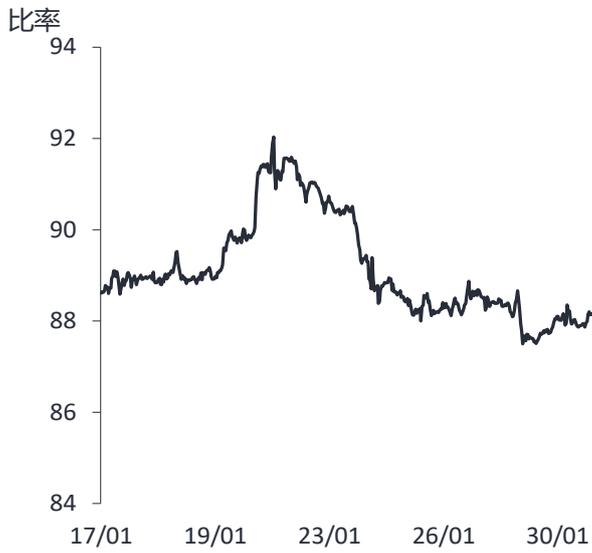


来源: Bloomberg



# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



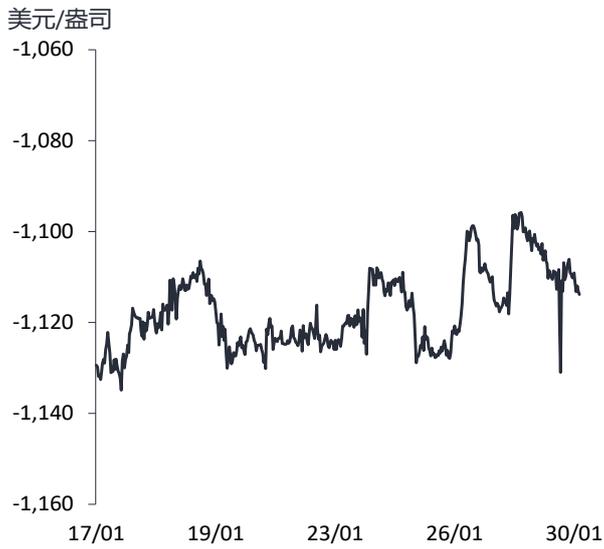
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



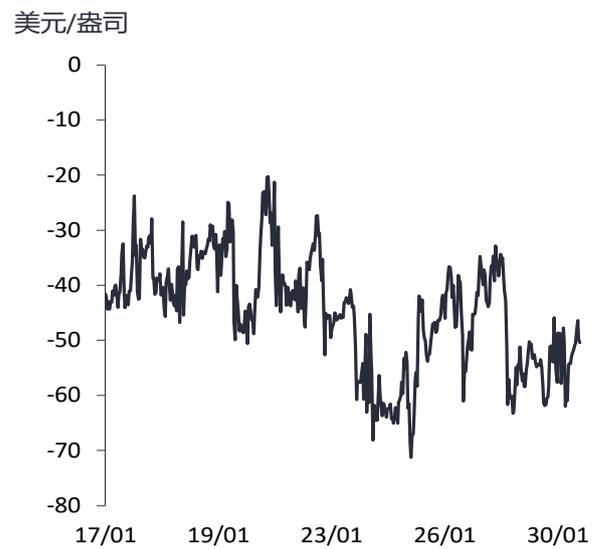
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



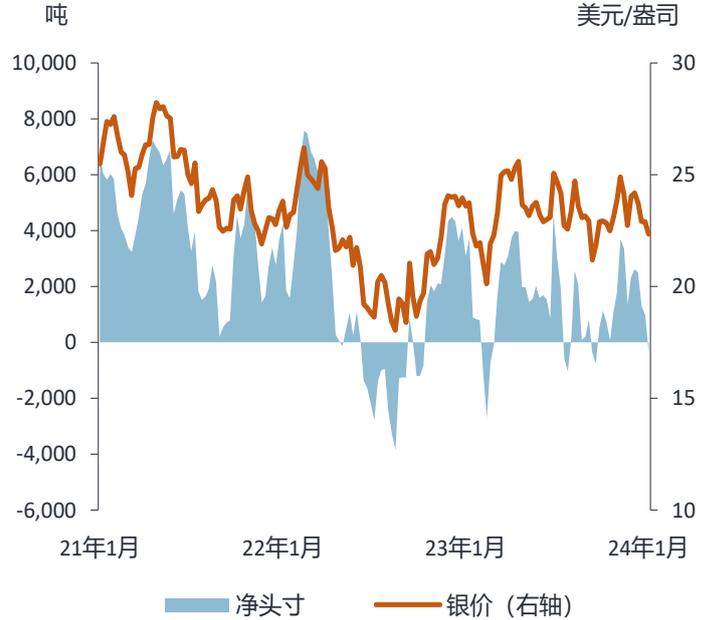
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



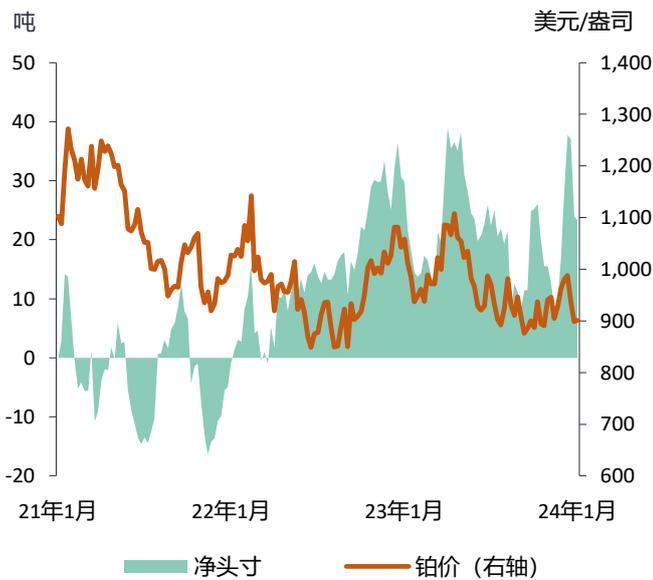
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 白银



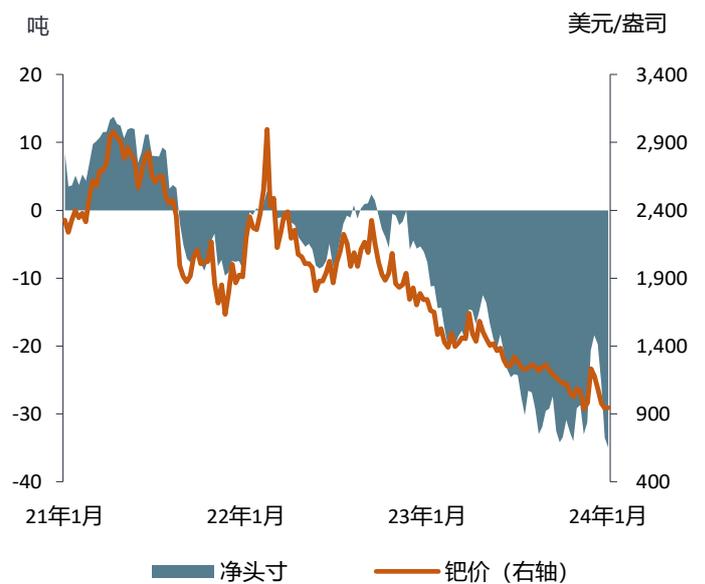
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 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



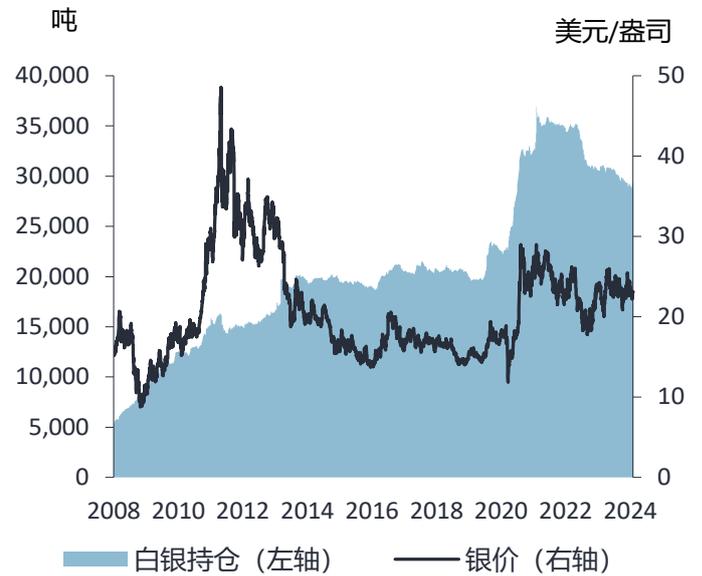
# 图表 - ETP 持仓

## 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

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, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究员-孟买

Nikos Kavalis, 常务董事 - 新加坡

Sarah Timlinson, 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

Tim Wright, 高级矿业研究员

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。