



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 577 期  
2024/10/09

### 黄金

10月初，投资者等待9月份就业报告发布，金价回落至2,640美元/盎司。

### 白银

10月初芝加哥商品交易所（CME）白银管理基金净多头仓位升至2.16亿盎司，系2022年3月以来的最高水平。

### 铂金

欧盟在欧洲氢能银行第二轮补贴拍卖会上对中国电解槽产品设限，规定采购自中国的配件比例不得超过总产能的25%。

### 钯金

8月丰田汽车全球产量为71万辆，同比下降11%，连续第七个月遭遇下滑。

### 银矿供应能否满足日益增长的工业需求？

目前，白银市场正连续第四年处于结构性短缺状态，主要原因在于工业需求的不断增长。预计这一状态还将持续，进而大幅消耗白银的地上库存。因此，白银市场当前所面临的关键问题在于银矿供应能否恢复供求平衡。

银矿供应量在连续20年实现同比增长后，于2016年达到9.001亿盎司（即27,996吨）的峰值水平。此间银价稍有波动，但均价保持在13.3美元/盎司左右。2016年以后，白银均价涨至20.7美元/盎司，目前的现货价格约为31.5美元/盎司。然而，尽管银价报涨，但预计2024年的银矿供应量仍将比2016年的峰值少6,280万盎司（即1,954吨），降幅为7%。展望未来，预计结构性短缺将支撑银价，并有望在未来五年内达到创纪录高位；但银矿供应量或将保持温和增长，全球范围内仅会出现少量增幅。

银矿供应价格缺乏弹性，主要是由于有55%的白银是基本金属的副产品。尽管银矿将白银生产作为重要的收入来源，但其经济效益和开采计划却主要受到铜市场、铅市场和锌市场主导。正因如此，即便银价大幅上涨，也不大可能影响主要与其他金属市场挂钩的生产计划。

当前，主要基本金属矿区普遍存在产出流融资交易，进一步加剧了白银市场的供应紧张态势。银矿商



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)

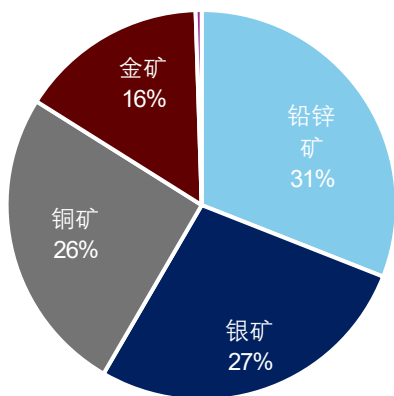
---



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

---

按照主产金属分类的白银供应



数据来源: Metals Focus

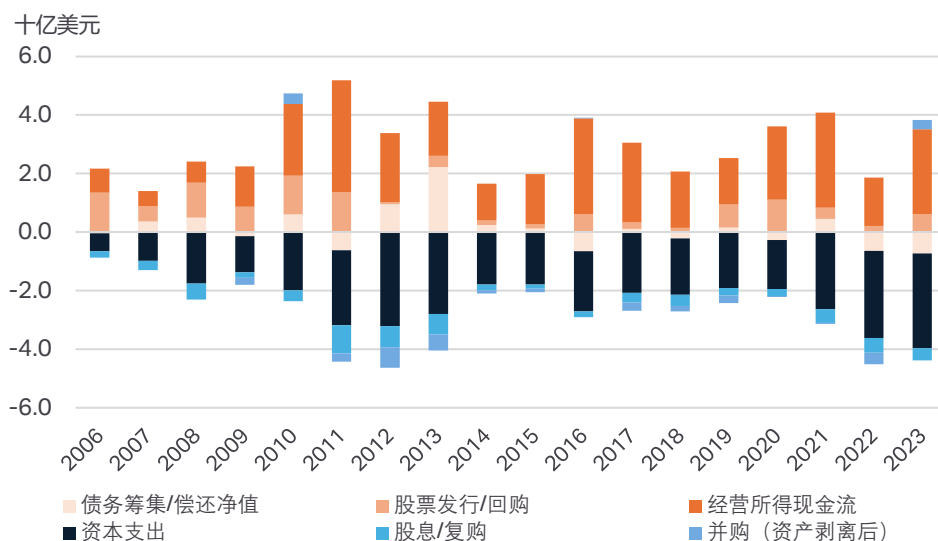
之所以会签订银流交易协议，往往是因为白银不会决定银矿的核心经济价值，他们可以用未来白银收入以换取更低的资本成本。目前，白银产出流融资合约和矿产资源权益金协议约占白银总供应量的4%，进一步使白银作为副产品的生产与白银市场基本面脱节。

当然，并非所有白银都是作为副产品产出的。据估计，今年全球约28%的白银供应将产自原生银矿，其产量与银价直接相关。尽管银价自2016年以来大幅上涨，但原生银产量却出现下跌，这也是自产量峰值以来供应下滑的主要原因。产量下降的部分原因在于矿石品位的下降：过去十年，白银品位下降了22%，这意味着银价必须以相同的百分比上涨才能维持利润。

另一方面，造成主要银矿关停的原因不仅包括地质问题，还涉及区域动态因素。例如，危地马拉的埃斯科瓦尔 (Escobal) 银矿在 2016 年的巅峰时期产银量为 2,100 万盎司 (即653吨)，但由于当地社区反对而提起法律诉讼程序，导致该矿一直处于暂停开采状态。2018年，危地马拉宪法法院维持了暂停开采的判决，理由是该矿未能按照法律要求与当地原住民社区进行协商。法院强制要求该矿与辛卡人 (Xinka) 的协商程序仍在进行，具体完成日期未定。

同样，迫于环保组织的压力，巴拿马最高法院于2023年11月裁定，第一量子矿业 (First Quantum) 签订的科布雷铜矿

白银矿企的现金产出与使用情况



数据来源: 各公司报告, Metals Focus



## 白银矿产供应与总维持成本



数据来源: Metals Focus

(Cobre Panama) 运营合同有违宪法规定, 因此该矿的停产也导致市场上减少了280万盎司(即87吨)的白银供应。

不断上升的生产成本进一步制约了白银供应。尽管白银价格高涨, 但很多情况下运营成本的增长都超过了收入的增长, 导致将白银作为重点业务的公司经营性现金流几乎得不到改善。此外, 资本支出需求持续增长, 采矿成本升高, 导致矿业公司需要不断加大投资才能维持当前的生产水平。因此, 近年来许多银矿商的自由现金流一直为负。

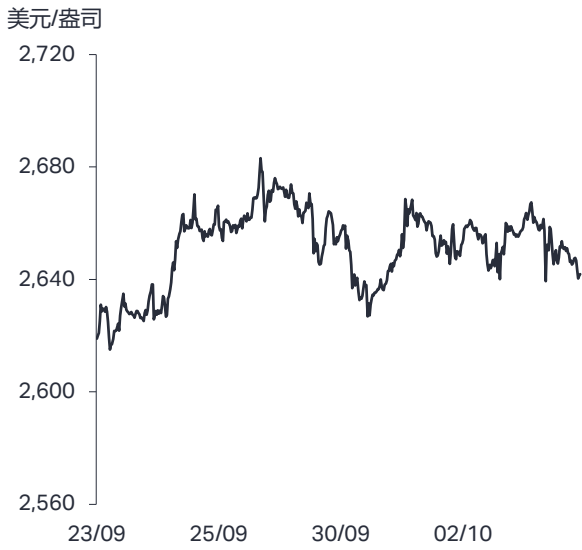
然而, 如果银价按预期上涨, 那么许多原生银矿的边际经济效益将达到转化门槛, 即更高的白银收益可转化为更好的自由现金流。届时, 管理层分配资本的方式将决定未来原生银矿的供应量。近年来, 股东通过股息和股票回购获得的回报一直很低, 远低于2011-2012年周期的高点水平。迫于股东回报压力增大, 预计部分自由现金流的生长将直接用于股东回报, 而非用于扩产。

此外, ESG限制不断升级, 社区反对声音持续存在, 矿山开采成本不断上涨, 采购问题频繁出现, 这些挑战都加剧了新矿山投产的风险。因此, 一些矿业公司管理团队更倾向于通过兼并和收购来获得增长, 而不愿开发新矿山。可即便如此, 一些公司仍将进行项目开发, 包括绿地和棕地扩建, 且可能重启目前处于维护状态的矿山。

新开采白银的供应时机至关重要, 因为银矿开发往往需要数年时间; 这也就意味着, 新开采白银在中短期内无法平衡当前的供应短缺。为了解决短缺问题, 我们转而要依赖白银回收和需求调节来应对预期的银价上涨。价格敏感领域(主要为银饰和银器)将最快缓解短缺。此外, 工业用银方面, 白银的节约和替代可能会对短缺问题有所缓解, 但由于产品需要重新设计和认证, 该过程本身可能需要一两年时间; 零售投资方面, 如果投资者逢高买入, 而非获利了结, 可能也无法立即缓解投资板块的供应短缺。也因如此, 只有不断消耗地上白银库存, 才能在未来几年中平衡市场供求。

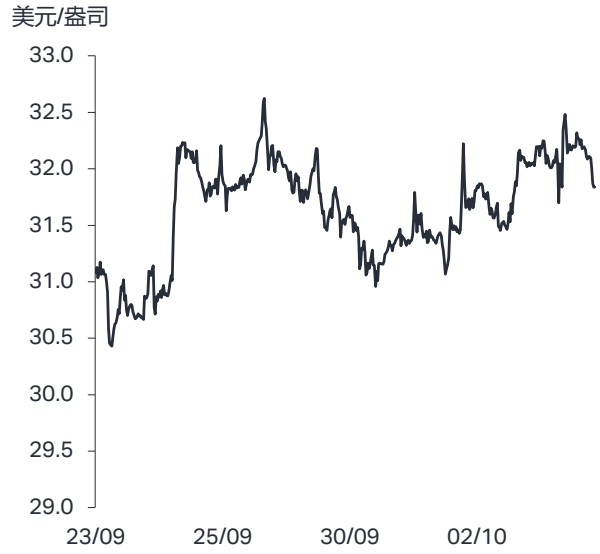
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



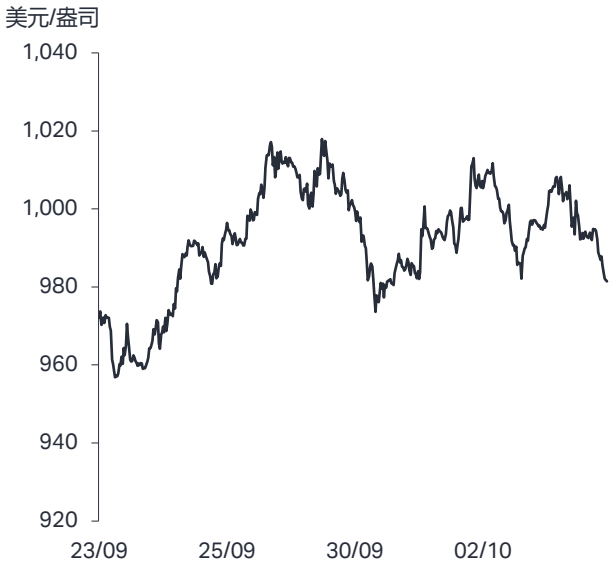
来源: Bloomberg

## 白银



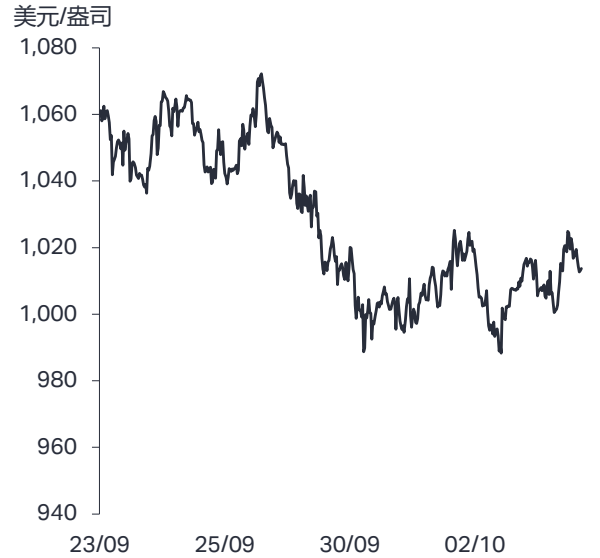
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

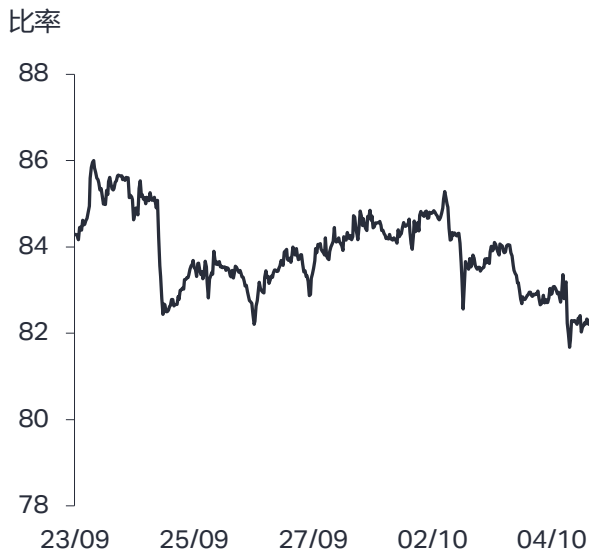


来源: Bloomberg



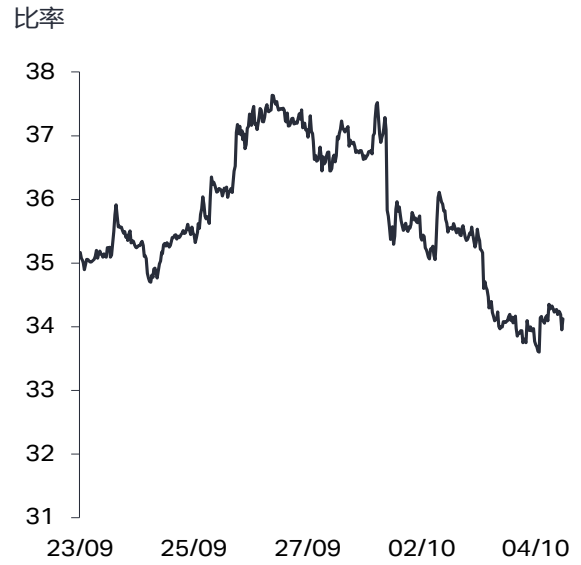
# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



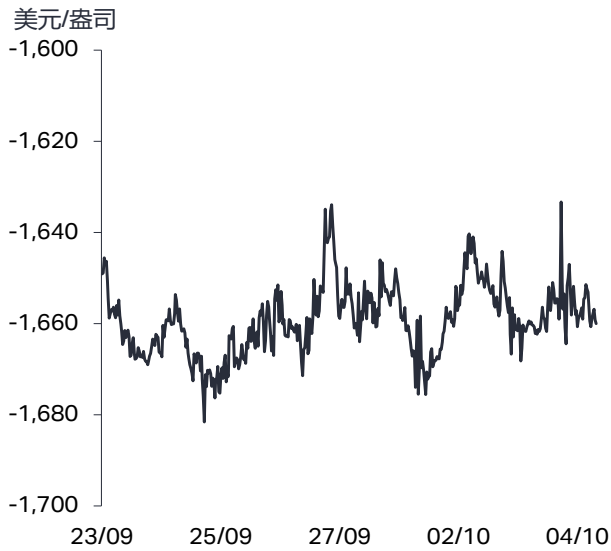
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



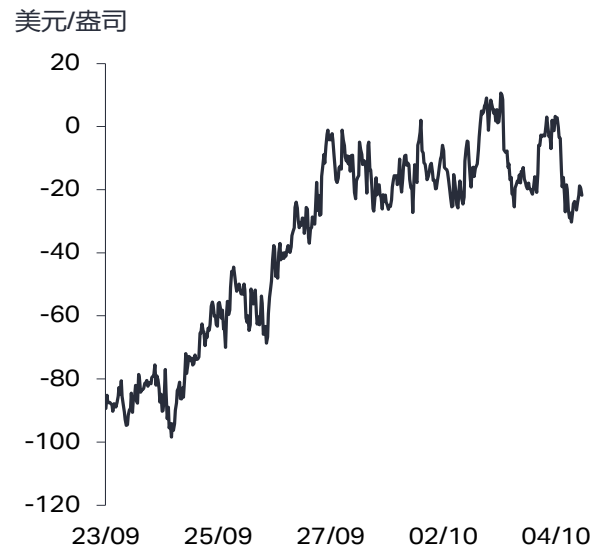
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



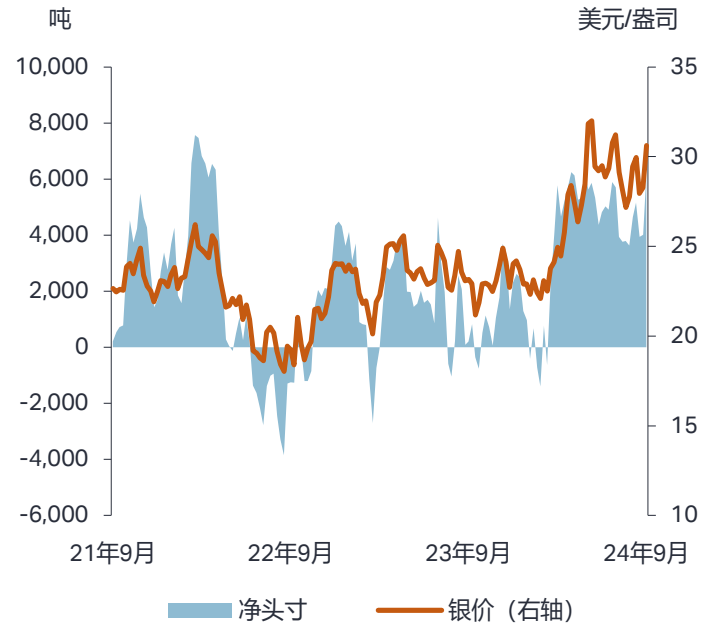
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



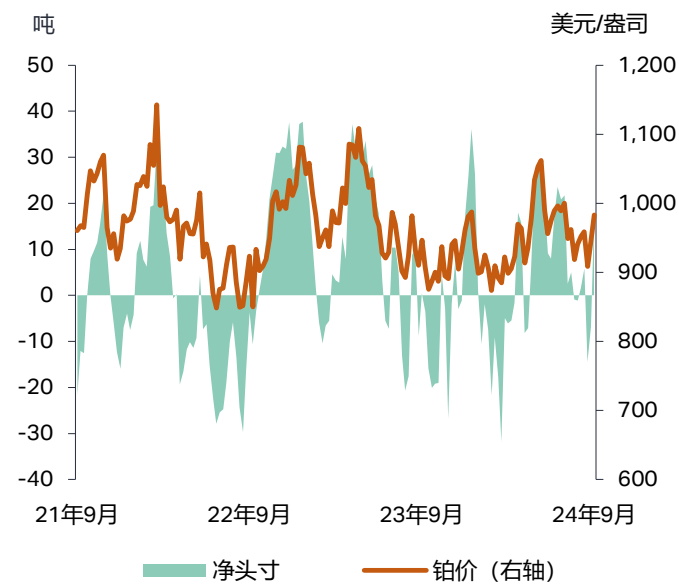
\*管理基金头寸 (Managed money);  
来源: Bloomberg

## 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



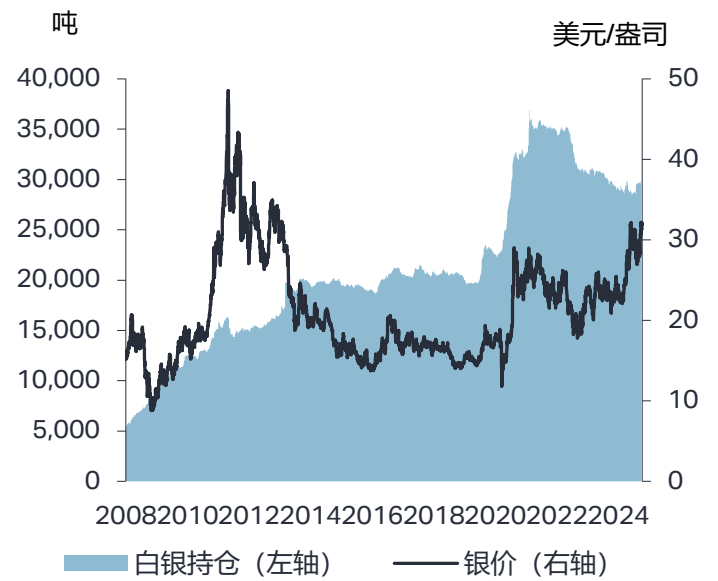
# 图表 - ETP 持仓

## 黄金



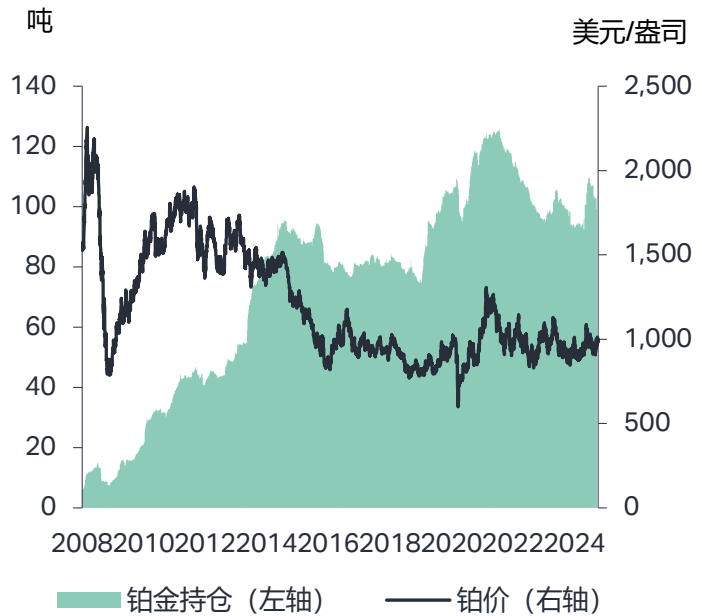
来源: Bloomberg

## 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

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员 - 上海

Ross Embleton, 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。