



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 610 期
2025/06/17

黄金

6月12日，由于中东地区紧张局势加剧，叠加美国通胀数据低于预期，金价涨破3,360美元/盎司。

白银

银价触及十三年来的高点36.89美元/盎司，同时金/银价格比率短暂跌破91:1。

铂金

6月初，1月期铂金租赁利率升破13%，创2003年以来新高。

钯金

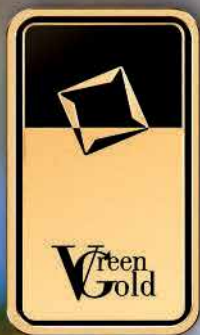
本周全球钯金ETP的总持仓量升至97.4万盎司，创七年来新高

套期保值是否会不复存在？

渡渡鸟（学名为Raphus Cucullatus）于1681年灭绝。鉴于2024年矿企的黄金套期保值头寸同比减少54.6吨，降至192吨，白银套保头寸也减少460万盎司（143吨），目前净套保头寸已接近于零，有人可能会说随着金银价格不断上涨，套保操作也会像渡渡鸟一样不复存在。对此的一种解释是，由于矿企采用产出流融资等其他融资方法，套保操作不再受青睐。不过背后有很多因素都在发挥作用，都会影响矿企采取的策略。

过去几年现货黄金和白银价格大幅上涨。2025年一季度金价创1986年以来最大单季涨幅，4月份盘中更涨破3,500美元/盎司。银价也稳步攀升，2025年初以来大部分时段都站于30美元/盎司上方，近期更于2012年以来首度涨破36美元/盎司。现货价格对矿企的套保操作产生显著影响，主要原因是现货价格决定远期合约价格和期权权利金，并直接影响期权合约的套保Delta对冲值。在当前价格水平，大多数矿企持有的买入看跌期权都为价外期，致Delta对冲值趋近于零。而由于价格走势强劲，矿企卖出的看涨期权因价格走强持续进入价内，因此在未来行权时将限制生产商潜在利润空间。

现货价格上涨还会产生间接影响，即推高了矿企以总维持成本计的利润率。2024年全球主产黄金矿企的平均利润率同比上升53%，至987美元/盎司。主产白银矿企的平均利润率更翻了一番多，至13.7美元/盎司。利润率上升使矿企的自由现金流增加，对套保操作产生两方面的影响。首先，矿企的债务融资需求下降，相应的为维持性和增长性项目进行



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



www.valcambi.com



A PALLION COMPANY

www.ABCbullion.com



Bulmint

www.bulmint.com



www.randrefinery.com



PRESTIGE
BULLION

www.realkruggerand.com



MENNICA
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

www.invest.mennica.com.pl



www.axedras.com

Miller

www.miller-insurance.com

金价与波动率



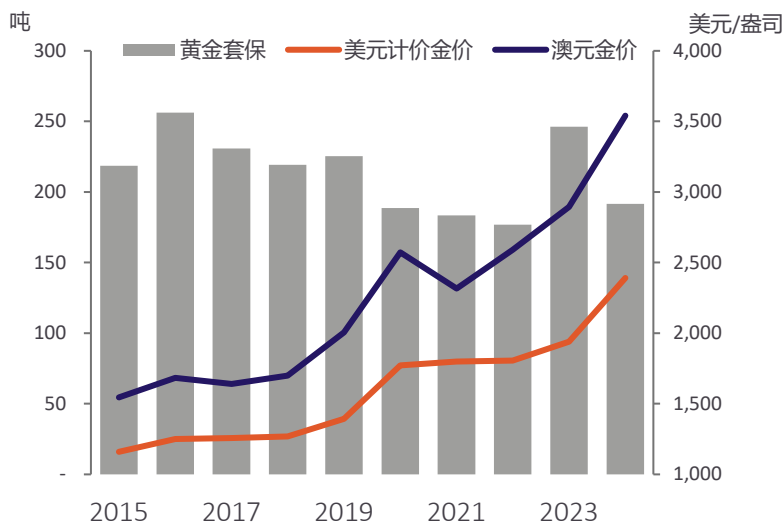
数据来源: 彭博社

套保的需求也可能下降。例如，玻耳修斯（Perseus）矿业公司最近宣布了位于坦桑尼亚的Nyangaza金矿项目的投资决定，预计投资额为5.23亿美元，资金全部来自公司现有的现金和实物黄金。其次，自由现金流增加使矿企能即时偿还债务，可再次从现货价格上涨中获利。2024年一季度 Resolute矿业公司偿清了优先债余额，之后对全部套保头寸平仓。近期Capricorn金属公司与麦格里银行达成双边交易，Capricorn公司结清远期合约，以交换本公司股份。结清远期合约的成本为1.47亿美元。

2024年黄金和白银的隐含波动率都开始再次上升。2025年一季度黄金的隐含波动率继续攀升，白银的隐含波动率则有所回落。波动率上升导致期权权利金上涨，还导致期权行权概率发生变化，使金银银行订立的期权合约的套保德尔塔值改变。该因素叠加以上所述的金价上涨的直接影响，导致2024年底黄金期权头寸同比减少21.2吨，至45.7吨。多年以来期权一直是白银生产商首选的套保方式。2024年白银期权头寸同比小幅上升0.7%，至230万盎司（72吨），但仍处于历史低位。

近年来矿企的并购活动也使黄金套保头寸下降。企业收购导致已有的套保头寸被调整或平仓。Alamos黄金公司在收购Argonaut黄金公司后，把后者与加拿大Magino金矿项目建设挂钩的10.2吨黄金套保头寸平仓。上述套保头寸覆盖该金矿项目2024和2025年的产量，为筹资支付退出权利金，Alamos黄金公司签订了金额为1.16亿美元的预付协议。

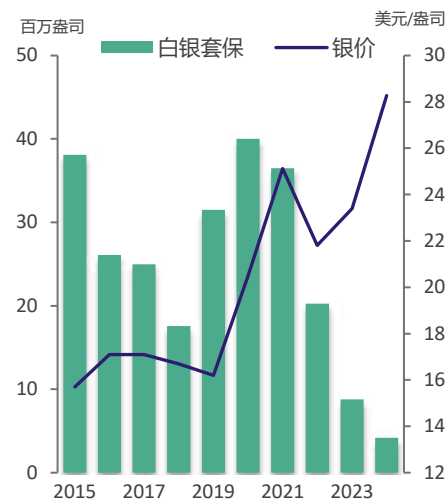
黄金套保与金价



数据来源: 彭博社, Metals Focus



白银套保与银价



数据来源: 彭博社, Metals Focus

很大比例的套保头寸与矿企项目开发的债务融资挂钩,包括新项目开发和扩产项目,旨在降低贷款方风险。因此新项目通常是套期保值的重要来源,然而未来五年间需要融资的黄金和白银生产商仅有极少新项目会投产上线。这对白银套保头寸数量产生了特别显著的影响,成为导致套保头寸降至历史低位的重要因素之一。为保障现金流,一些同时生产黄金和白银,且拥有处于开发阶段项目的企业,选择对黄金产量而非白银产量进行套保。目前正在墨西哥开发Terronera银矿项目的奋进银业公司就是一个例子。2022年二季度该公司的黄金套保头寸达到17.8吨的峰值,但2024年底远期合约项下的所有产品都已交付,目前公司已不再进行套期保值。

此外,投资者情绪和财务审慎也使矿企建立的套保头寸数量受限。在与进行套保操作生产商的沟通中他们都指出,由于多年来套保近乎灾难性的后果还深深留在记忆中,投资者仍对套保操作保持谨慎。因此大多数矿企都对套保头寸数量设定了严格的财务预算限值,通常为未来两年产量的20%-30%。由于2025年金银价格都已大幅上涨,强劲涨势下生产商有更大动力尽可能从价格上行中受益。

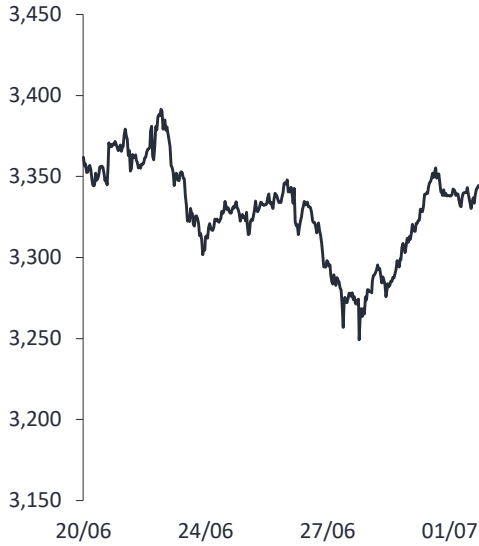
因此我们认为套保操作不大可能彻底消失。在192吨的黄金套保合约中,约130吨与债务融资挂钩,在债务清偿前需要交付实物金属和/或保持套保头寸。此外,套保仍被视为保障资本支出高期间内现金流的有用工具。在此期间一些一直对产量进行套保的矿企会增加套保头寸,其他一些矿企则在必要的时段进行套保,之后再解除套保。例如,过去10年一直进行套保操作的北极星资源公司,在过去两年实施澳大利亚KCGM矿山扩产项目期间大幅增加了套保头寸。作为对比,科尔黛伦矿业公司在实施美国Rochester矿山扩产项目期间建立了黄金和白银套保头寸,但项目进入商业化生产后立即解除套保。

像采矿行业内很多事物一样,套期保值也会经历周期性起伏。作出项目投资决策时,一些需要为项目融资的矿企可能需要再度增加净套保头寸,不过预计很难重返过去数十年的套保头寸水平。

图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金

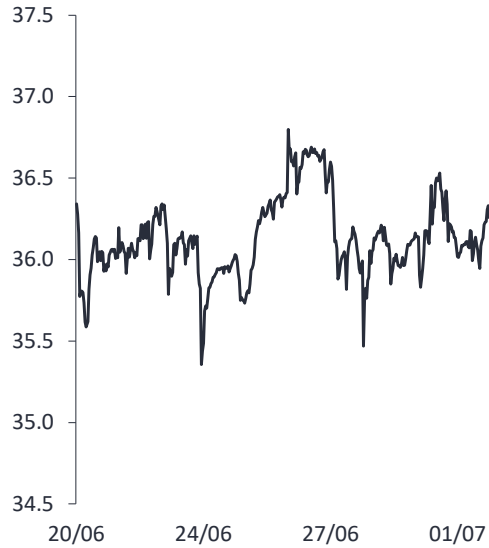
美元/盎司



来源: Bloomberg

白银

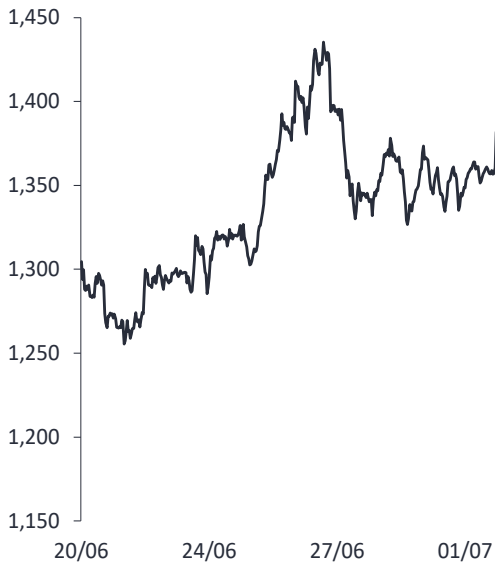
美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金

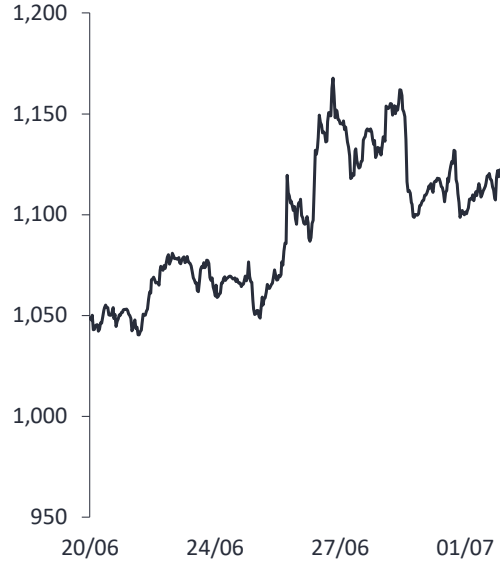
美元/盎司



来源: Bloomberg

钯金

美元/盎司

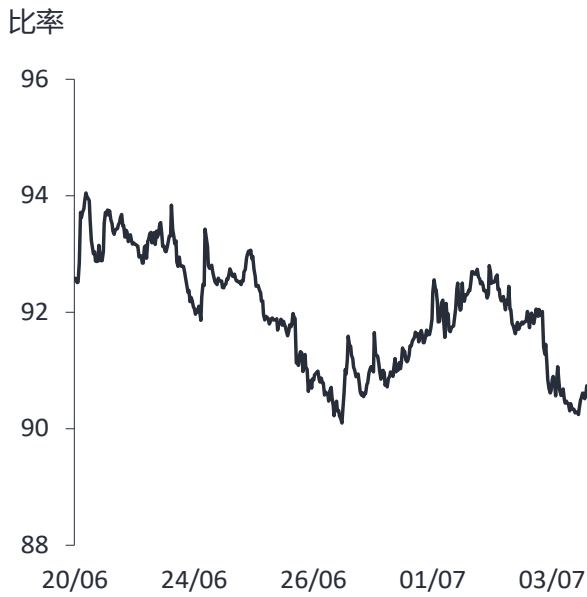


来源: Bloomberg



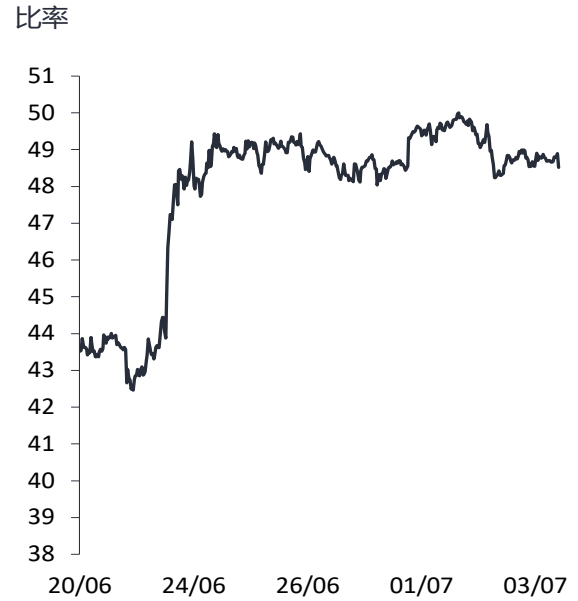
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



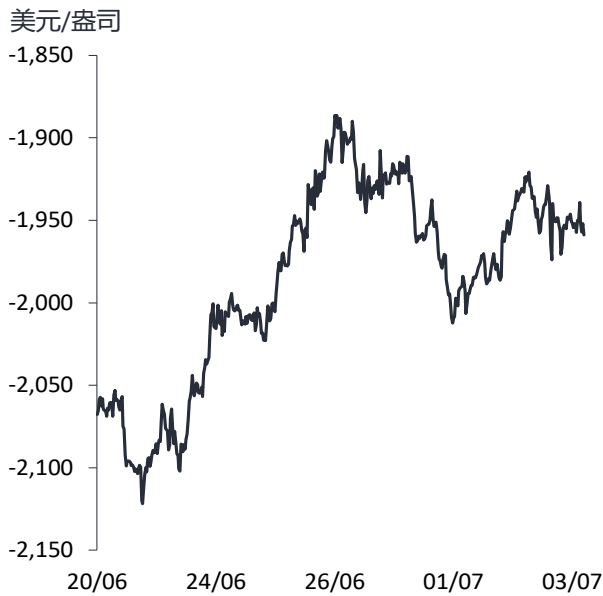
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



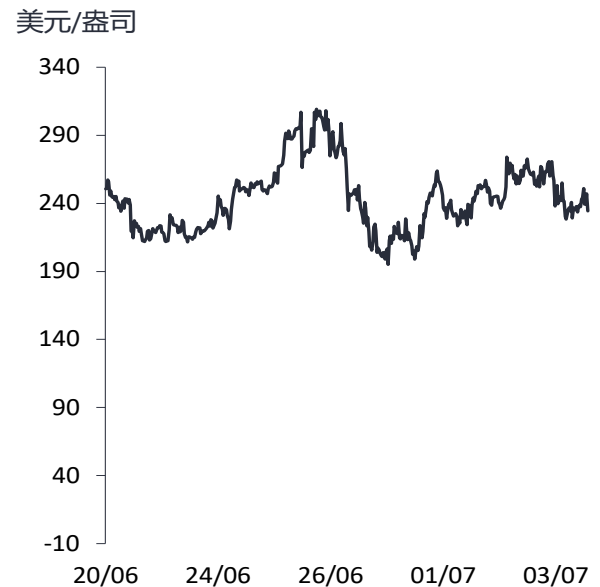
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

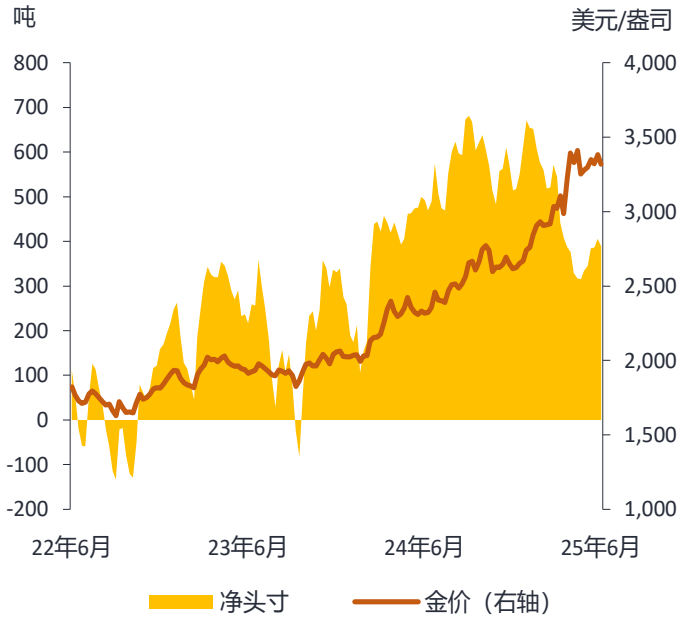


来源: Bloomberg



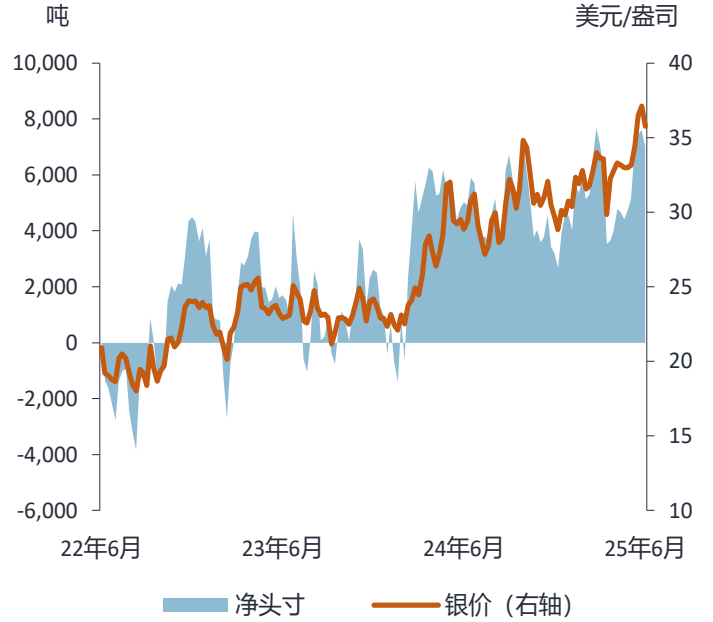
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



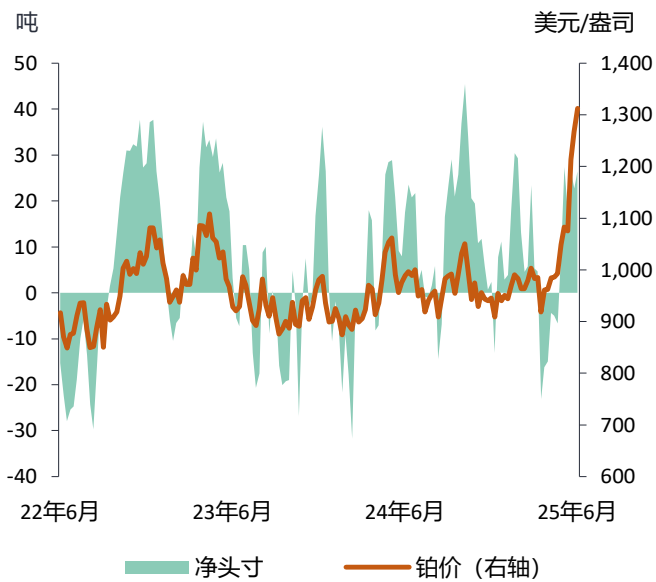
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

白银



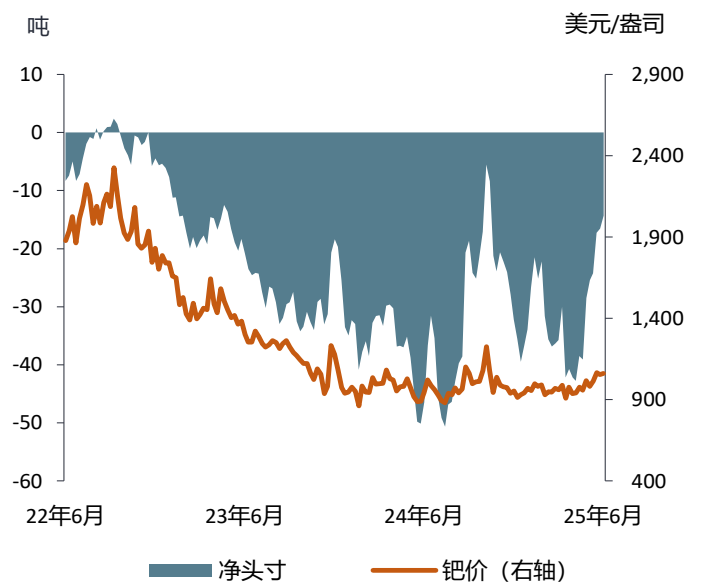
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

铂金



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

钯金

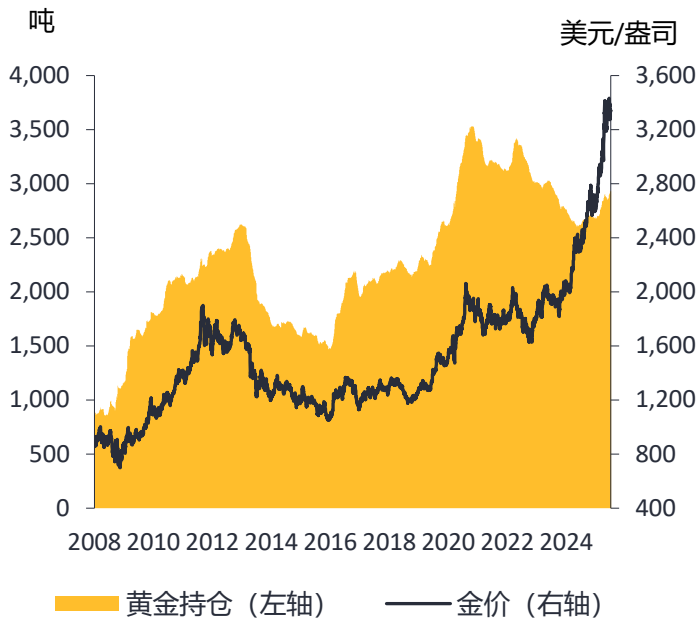


*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg



图表 - ETP 持仓

黄金



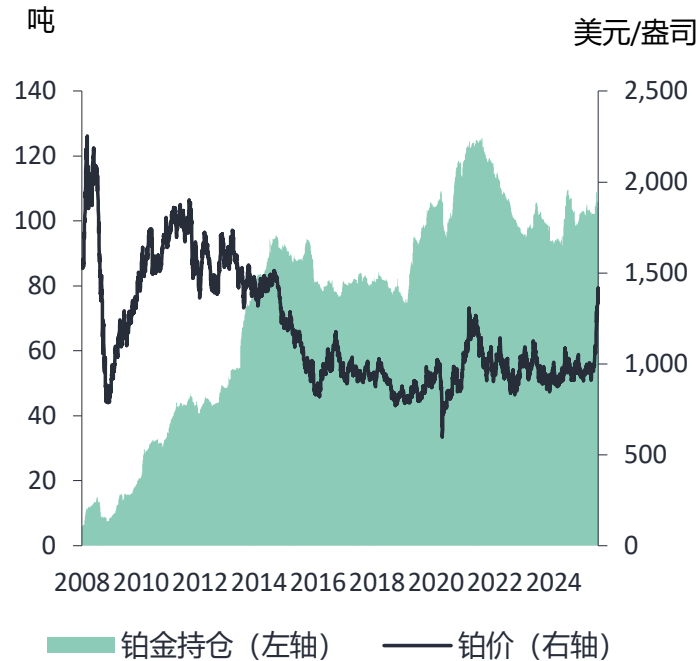
来源: Bloomberg

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

Nilesh Pise, 研究助理-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

Donnadee Francisco, 矿业研究员-马尼拉

Ruby Tagoon, 初级矿业研究员-马尼拉

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。