

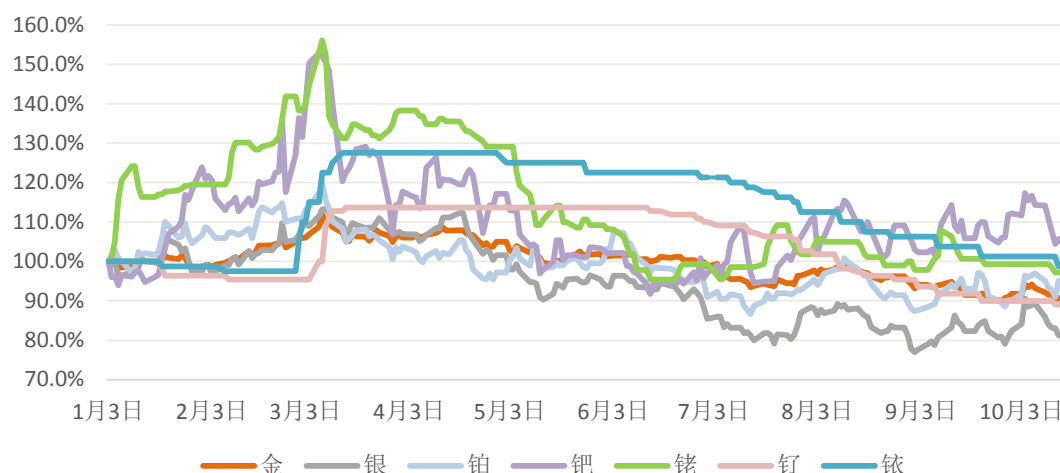
贵金属：美联储强势加息，工业贵金属独撑大局

中国金属矿业经济研究院 徐天昊

摘要：9月，美元指数重拾升势以及美债实际利率继续攀升对贵金属持续造成压力。黄金表现较弱，但相对于其他大类资产，本月仍然保持韧性；白银受综合因素影响，稳定的需求支撑反弹表现；铂族金属工业需求强劲增长，成为本月表现最亮眼的品种。

一、行情走势回顾

图 1：2022 年伦敦现货金、银、铂、钯、铑、钌、铱价格走势



数据来源：Wind、五矿经研院

9月，月初随着美元指数快速回落，贵金属市场出现一波反弹，除铱、钌外，几乎所有贵金属都出现不同程度的回升；至中旬，加息预期再度回升，美元指数重新走高，贵金属冲高回落。22日，美联储FOMC会议决定加息75BP至3.00%-3.25%，并下调经济预测。会议重申了“在通胀率回落至2%之前不停止紧缩行动”的态度。鲍威尔会后发表超出市场预期的鹰派发言，同时，美联储官员对今年年底联邦基金利率的预测中值已由6月份预测的3.4%大幅升高至4.4%。美元指数再度飙升，持续刷新20年最高值，最高达114.16。贵金属市场也并未出此前现利空出尽后的反弹走势，而是持续走弱，伦敦现货黄金连续两日大跌，至9月底，黄金价格环比下跌2.57%，同比下跌4.08%，年初至今跌幅扩大至8.15%；白银因为供应短缺、工业需求强势、有色板块整体反弹以及前期超跌修复等因素影响，在最后一个交易日走强，整体来看，白银环比上涨5.99%，同比下跌11.64%，年初至今跌幅收窄至17.6%，仍是全年表现最差的贵金属；铂族金属中，受工业属性支撑，铂和钯本月表现最佳，分别上涨2.25%和6.44%，其中钯受强工业需求提振，较去年同期上涨16.59%，也是今年唯一大幅上涨的贵金属，涨幅为12.21%，钌和铱本月表现依然不佳，分别下跌5.73%和4.72%，这两种金属也是

去年同期以来下跌幅度最大的品种，分别下跌 26.75%和 19.04%

表一：伦敦现货黄金、白银、铂、钯、铑、钌价格变动幅度

品种	8 月同比	8 月环比	年初至今
金	-4.08%	-2.57%	-8.15%
银	-11.64%	5.99%	-17.6%
铂	-10.28%	2.25%	-9.9%
钯	16.59%	6.44%	12.21%
铑	2.19%	-0.71%	-0.71%
钌	-26.75%	-5.73%	-10.04%
铱	-19.04%	-4.72%	1.25%

数据来源：Wind、五矿经研院

二、主要影响事件

1. 美联储公布利率决议：①将联邦基金目标利率的区间由 2.25%-2.5%上调至 3%-3.25%，缩表路径按 5 月计划进行。②货币政策委员会中，除 1 人外，其余官员均认为至年底时，联邦基金目标利率将升至 4%以上，其中 9 人预计为 4.25%-4.5%，1 人预计超过 4.5%；③下调今后三年的 GDP 增速预期，预计今年 GDP 增长 0.2%，低于 6 月预期增速 1.7%。

2. 美国劳工统计局公布数据显示，美国 8 月 CPI 同比上涨 8.3%，高于市场预期的 8.1%，前值 8.5%。8 月 CPI 环比上涨 0.1%，高于市场预期的-0.1%，增速较前值的 0%小幅回升。

3. 高盛集团下调对 2023 年美国经济增长预测。包括 JanHatzius 在内的经济学家在一份报告中写道，2023 年美国 GDP 将增长 1.1%，此前预测是 1.5%，对 2022 年的预测则保持在 0%不变。

4. 美国初请失业金人数为 21.3 万，预期 21.8 万，前值 20.8 万。仍处于 2022 年 5 月 28 日当周以来新低，续请失业金人数降至 137.9 万人，也低于预期。

5. 美国房贷网站 MortgageNewsDaily 每日调查显示，美国 30 年期抵押贷款平均利率在升破 6%后继续飙升，9 月 27 日触及 7.08%，创 2000 年 12 月 11 日以来的最高水平。

6. 美联储激进加息引发全球央行加息风暴，英国央行宣布加息 50 个基点至 2.25%，为今年以来第七次加息；瑞士央行宣布加息 75 个基点至 0.5%，告别负利率时代；南非央行加息 75 个基点至 6.25%；挪威央行加息 50 个基点至 2.25%；印尼央行加息 50 个基点至 4.25%；卡塔尔央行加息 75 个基点至 3.75%，为今年第五次加息；菲律宾央行加息 50 个基点至 4.25%。

7. 德国 9 月制造业 PMI 初值录得 48.3，预期 48.3，前值 49.1；欧元区 9 月制造业 PMI 初值录得 48.5，预期 48.7，前值 49.6；英国 9 月制造业 PMI 初值录得 48.5，预期 47.5，前值 47.3。

8. 英国政府大规模减税计划导致金融市场持续震动，英国央行紧急救市，宣布将按需无限量购买长期英国国债以期恢复市场秩序，另外还推迟了量化紧缩措施。英国 30 年期国债收益率盘中暴跌 100 基点。

9. 世贸组织总干事伊维拉在接受采访时表示，各项指标看起来都不太好，全球经济衰退就是目前正在慢慢进入的局面。10 月，世贸组织预计将大幅削减 2022 年的贸易增长预期。

10. 欧盟宣布第八轮对俄制裁措施：全面禁止俄罗斯商品在欧盟市场销售。同时欧盟还将公布为俄罗斯石油设定限价的法律基础。

11. 普京发表全国电视讲话，宣布从当天起在俄境内进行部分军事动员。俄防长绍伊古发表讲话称，俄在实施部分动员过程中将召集 30 万预备役军人。

三、综合分析及前景展望

美国货币政策方面，根据鲍威尔表态，并不乐观的通胀数据以及较为乐观的宏观经济数据，使得通胀加息正反馈远未结束，预计年内或仍有 100-125BP 的加息空间。美国国债方面，议息会议将 2022 年底联邦基金利率从 4-4.25% 上调至 4.25-4.5%，2023 年终点利率从 4.25-4.5% 上调至 4.5-4.75%。此后，美国国债 2 年、5 年、10 年收益率分别上行 25BP、27BP、20BP 至 4.2%、3.96%、3.69%，导致美债收益率曲线倒挂程度加深，（10-2）年期负利差拓宽 11BP 至 -51BP，这也是 2 年期美债收益率 2007 年来首次升破 4%，而美国实际利率还在上行中，预计强势行情将会持续，对金价的压制或存在较长时间。美元指数方面，由于欧系货币构成了美元指数的大部分，欧洲能源危机愈演愈烈，对于美元指数推动的持续性较强，在欧洲滞胀压力以及加息强度远远逊于美联储的背景下，欧系货币出现大幅下降支撑着美元指数续创 20 年新高，强势美元对黄金的压力解除仍需时日。全球经济方面，疫情冲击导致全球供应链的危机没有解除，各主要经济体衰退预期不断升温，资本回流导致美国国内流动性泛滥，能源危机、粮食危机的影响依然存在，因此全球初级产品供不应求的基本面短期难以发生根本性变化，产生通胀的后劲远远大于美国加息的后劲，长期来看，涨上来的水位终将反映在贵金属价格中枢上。地缘政治方面，随着北溪管道 1、2 号管道突然受重创，普京签署顿涅茨克、卢甘斯克、扎波罗热、赫尔松四个地区加入俄罗斯的条约等突发情况的出现，俄乌紧张局势进一步升级的可能性大幅增加，而俄罗斯对于领土保卫可以“采用一切手段”表态，更是可能引发难以预测的风险，贵金属避险属性终将发挥作用，虽然目前影响力度还不及宏观情绪，但此消彼长，假以时日，一直以来由美联储加息强势主导贵金属走势的市场格局可能会出现改变。

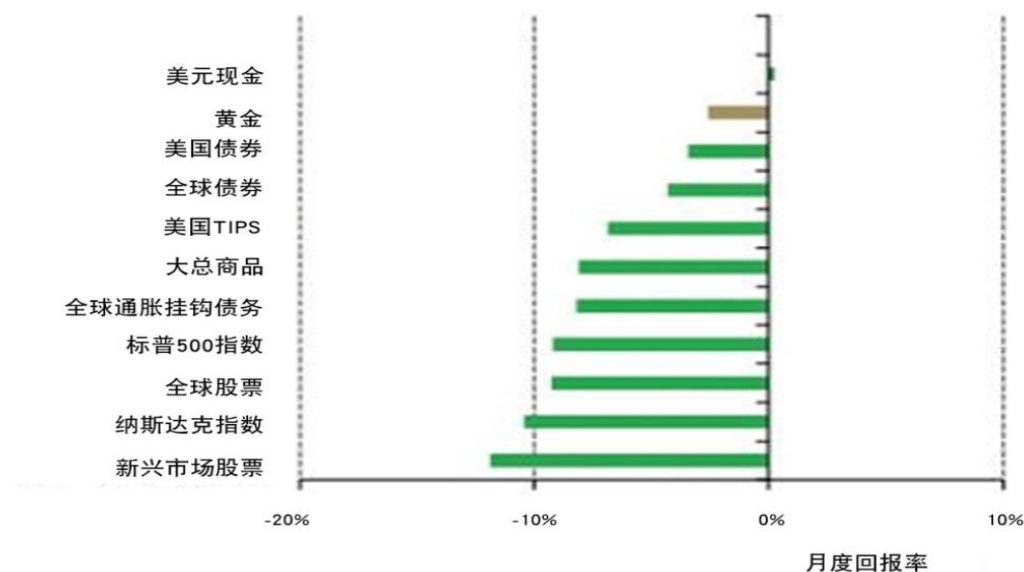
综上，一方面，贵金属短期内仍会承压，但压力之下，继续下探的幅度或有限；另一方面，长期支撑贵金属价格中枢上移的力量在不断累积，一旦市场情绪面发生反转，均值回归的概率将大大增加。

四、主要贵金属品种形势分析

1. 黄金作为大类资产，表现依然稳定

9 月，黄金价格下跌 2.57%，但在美元大涨和无风险收益率大幅提升的双重压力下，黄金仍然保持了一定的韧性，跑赢其他主要大类资产。

图 2：9 月全球大类资产收益情况

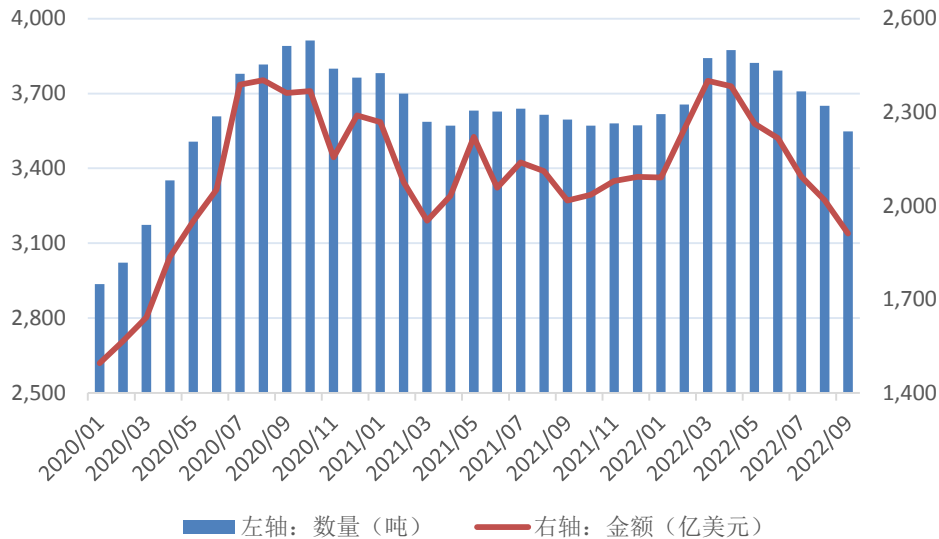


数据来源：世界黄金协会、五矿经研院

央行储备方面：世界黄金协会全球央行负责人樊少凯表示，今年2月至4月世界黄金协会对各国央行黄金储备进行调查，总共收到57个央行的调查答复，其中，25%的央行计划在未来12个月增加黄金储备，70%表示保持不变，5%称“不知道”，没有央行回复减少储备。充分说明，在当前复杂的国际政治经济环境下，黄金资产的重要性在上升。各国央行对于黄金储备的态度，也引领了市场投资者的注意，并将其作为长期市场走势的风向标。

市场交易方面：由于债券名义和实际收益率走高，持有黄金的机会成本在升高，在这一背景下，9月黄金交易量上升，但黄金期货仓位仍处于低迷状态。相较于8月1070亿美元的黄金日均交易量，9月该数值再度回升至1,310亿美元。交易所交易衍生品较8月增长29%；场外交易量增长19%，增幅相对较小。9月交易商持仓报告(COT)显示，管理基金仓位再次转为净空仓9月份全月CME（芝加哥商品交易所集团）黄金期货净仓位也处于净空头状态。9月27日净空头仓位达430万盎司（134吨），创出2018年11月份以来新高，凸显了投资者仍看空黄金。国内市场，9月，上海黄金交易所实物黄金合约Au9999的日均交易量较上月增长26%。

图 3：全球黄金 ETF 月度持仓



数据来源：世界黄金协会、五矿经研院

世界黄金协会(WGC)公布数据显示，9月，全球黄金ETF减持95吨（约合50亿美元），连续第五个月净流出，这也是自2021年3月（流出107吨）以来的最大月度流出量。截至9月底，全球黄金ETF总持仓为3,548吨（约合1,910亿美元），按吨计算较年初下降约1%。以五月份为分水岭，前四个月全球黄金ETF流入超过300吨（约合190亿美元），但其后至今，全球黄金ETF减少了几乎相当吨数，流出主要集中在北美和欧洲基金。全球最大黄金ETF道富财富黄金指数基金SPDR在9月24日持有量947.23吨，处于2020年3月以来的最低水平，或许也从另一个方面表明金价上涨乏力。

消费需求方面：国内，9月份黄金首饰加工产量受新冠疫情减少，原定于9月举行的深圳国际珠宝展延期举行，影响了部分中小型首饰制造商的销量，大型制造商销量保持相对稳定，在消费市场相对疲软的背景下，首饰零售商为国庆长假进行的备货也较为谨慎。印度，9月份进口量约为100吨，总量与去年同期持平。金价的下跌和节庆购金潮提振了该国9月黄金零售，婚礼和节日相关黄金需求保持强劲，积极的市场情绪促使印度市场四个月首次回到境内外黄金溢价区间；欧洲，面对持续高通胀和严格的货币紧缩政策，投资者更青睐黄金，但是大幅度的加息又限制了投资的积极性；英国方面，英镑暴跌至数十年来最低点，使得投资者出于避险需求转而寻求黄金对冲；美国方面，铸币局鹰扬和水牛金币的总销量环比增长20%，但同比仍减少11%，年初至今，美国金币总销量为1,267,500盎司，较去年同期高出7%，也是有记录以来第二高的前三季度销量。

行业生产方面，根据标普全球市场财智数据显示，9月份，黄金勘探项目合计215项，较上月增加21项，较去年同期减少35项。前9月，黄金总的勘探项目1998项，较去年减少163项。其中重大勘探成果130项，包括草根勘探项目¹41项，后期勘探项目²64项，矿区勘探项目³25项。9月份，新增的黄金初级资源量为1,162,375盎司。黄金融资方面，9月份黄金融资规模大幅增长，达到6.3亿美元，较上月增长136.2%，同比增长64.6%，前9月行业融资总规模为44.3亿

¹草根勘探项目：没有确定资源的项目

²后期勘探项目：有确定的资源，但需要等待生产决策（包括可行性报告等）

³矿区勘探项目：在活动矿山和附近进行钻探，以及生产前阶段的勘查开发

美元，较去年同期减少 15.0 亿美元，降幅约为四分之一。重点生产企业方面，9 月 20 日，Polymetal 公司宣布其位于俄罗斯的 Kutyn 金矿项目首次投产。预计今年该矿山黄金产量为 4 万盎司，在剩余矿山寿命期内年均产量将达 10 万盎司。该公司还正在考虑将公司住所从泽西岛迁往与俄罗斯关系友好的国家，以便有可能分拆公司位于俄罗斯和哈萨克斯坦的资产。

图 4：2022 年黄金重大勘探成果

图 5：2022 年黄金行业融资情况

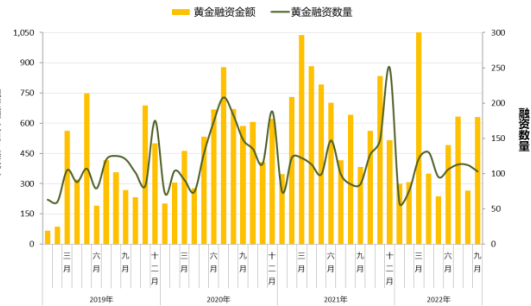
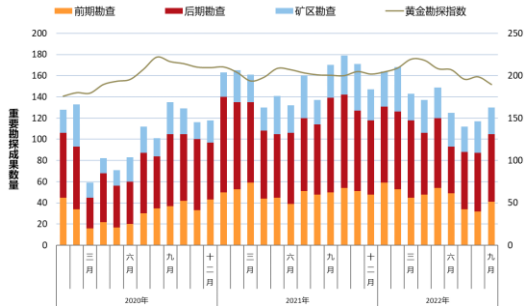
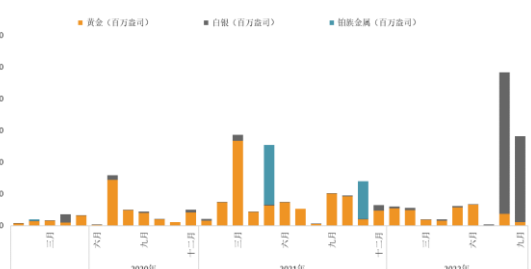
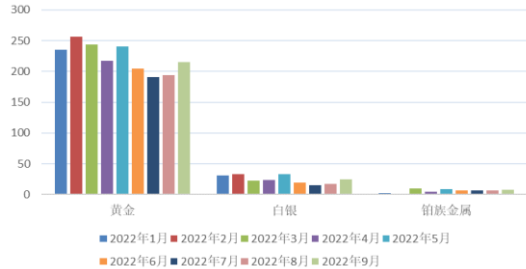


图 6：2022 年贵金属勘探项目数量

图 7：2022 年贵金属初级资源增长情况

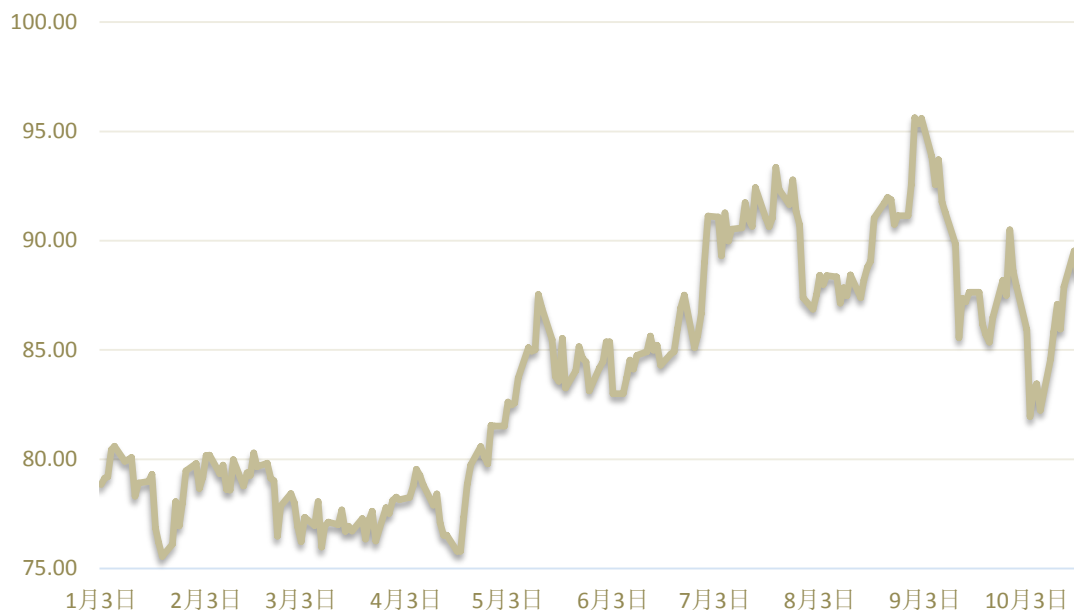


数据来源：标普全球财智、五矿经研院

2. 白银综合属性较为平衡支撑需求

9 月，白银价格波动加大，环比涨幅再次跑赢黄金，金/银价格比率也从月初 95.5 的高点回落至 85 左右，月底有所反弹，回升至 90 左右。黄金的主要需求在于避险投资需求，往往在市场走向不明朗时期充当通胀对冲和避险资产，而白银则是在工业领域有着广泛应用，工业最终用途消耗的白银占比接近 60%（黄金仅为 10%左右），故白银价格对经济周期比较敏感。因此，金银比率在很大程度上可以反映经济周期，经济或地缘政治不确定性风险较大时，黄金价格涨幅比白银大，金银比率扩大。在经济复苏时期，由于工业需求上升，白银的价格涨幅更大，金银比率缩窄。

图 8：2022 至今黄金白银价格比



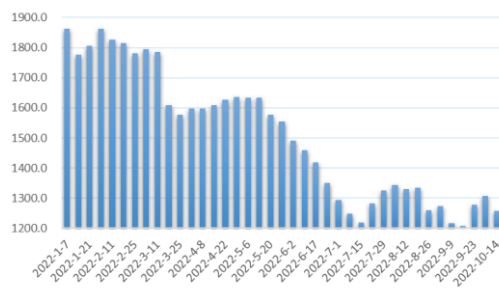
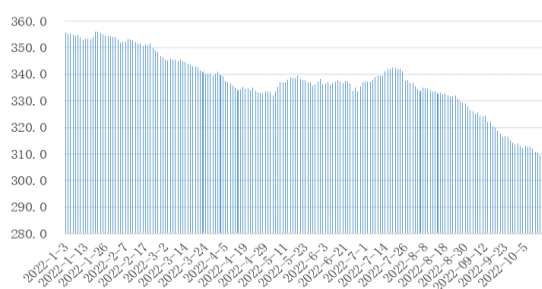
数据来源: Wind、五矿经研院

供应方面: 根据百川盈孚月度报告: 本月冶炼厂整体生产运行稳定, 个别厂家检修或者生产结构调整, 但预计整体产量相比上月变化不大。受全球疫情和经济大环境低迷带来的持续影响, 白银下游终端生产厂家需求减少采购量下降, 进而导致冶炼厂白银交投活跃度变低, 供过于求的买方市场现状使国内白银炼厂转做出口和长单, 现货成交升贴水稳中趋弱。

库存方面: 截至 9 月 30 日, COMEX 白银库存量 314.0 百万盎司, 较 8 月末下降 4.2%, 较年初下降 11.7%, 持续下滑至 2 年低位。COMEX 白银库注册仓单占比亦来到历史极低位置, 同时, 在英国减税政策等外部宏观环境动荡的情况下, 伦敦贵金属实物买兴再起, LBMA 白银库存甚至低于 2016 年。国内, 截至 9 月 30 日, 上海期货交易所白银交割库存 1308.6 吨, 较 8 月末下降 47.6 吨, 下降 3.8%, 年初至今减少 554.9 吨, 大幅下降近三分之一。

图 9 COMEX 白银库存量(百万盎司)

图 10 上期所白银库存量 (吨)



数据来源: CBC 金属网、五矿经研院

进出口方面: 根据海关公布数据显示, 8 月份, 我国银 (包括镀金、镀铂的银), 未锻造、半制成或粉末状进口总量为 250.3 吨, 环比下降 8.4%, 1 月-8 月累计进口 2319.0 吨, 同比下降-12.3%。其中, 银粉进口量 201.2 吨, 环比下降 8.5%, 上半年累计进口 1892.2 吨, 同比下降 10.0%; 银精矿进口量 157.0 吨, 环比下降 19.5%, 1 月-8 月累计进口 892.4 吨, 同比大幅增长 37.6%; 8 月份, 我国银 (包括镀金、镀铂的银), 未锻造、半制成或粉末状出口总量为 303.2 吨,

环比下降 11.1%，1 月-8 月累计出口 2564.5 吨。其中，8 月份未锻造银出口量为 301.3 吨，环比下降 37.4%。

图 11 中国白银进口总量⁴(吨)

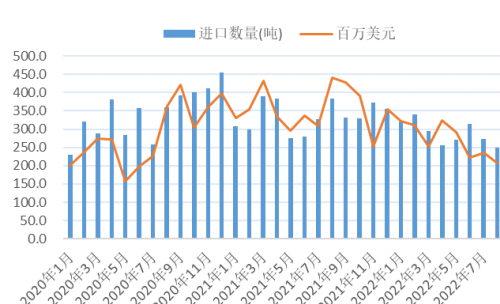


图 12 中国白银出口总量（吨）

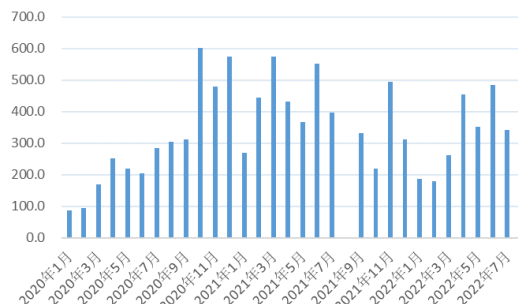


图 13 中国银精矿进口总量(吨)

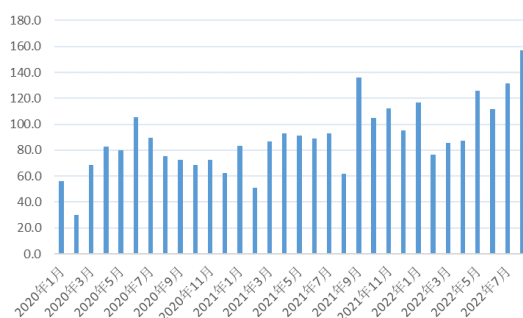
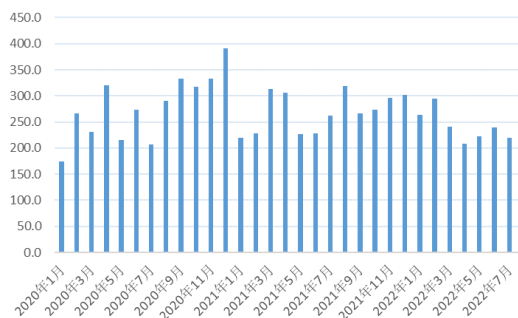


图 14 中国银粉进口总量（吨）



数据来源：中国海关统计数据、五矿经研院

市场交易方面：9 月底，CFTC 白银期货净空头仓位为 8087 手，较 8 月末 21059 手大幅下降 61.6%；iShare 白银 ETF 持仓量 9 月底为 14958 吨，环比基本持平，资金流出白银 ETPs 势头趋缓，但全球白银 ETPs 总持仓量仍处于 2020 年 7 月份以来的最低水平。

实物投资方面：据 Metals Focus 月度报告显示，9 月，美国和德国的白银实物投资需求量已大幅回升。9 月后期德国政府宣布取消针对非欧盟国家产银币的增值税优惠待遇，从 10 月 1 日起所有银条和银币的增值税都统一为 19%，成为影响德国白银市场的大事件。在德国白银零售投资总需求量中银币的占比达 80%左右，增值税统一为银条产品提供了机会。印度白银市场仍表现强劲，来自银饰和银器制造商的订单量旺盛。因银价走低，叠加期现价之间存在套利空间，投资者也踊跃买入白银。

下游消费方面：据 Metals Focus 实地调研结果显示，今年白银工业需求量有望稳健增长（目前预计增幅为 4.4%）。背后的主要原因是全球脱碳将推高白银需求，其需求量的增幅有望高于全球 GDP 的增幅。其中，由于地缘政治冲突凸显出保障能源安全的重要性，光伏市场仍保持强劲。

3. 铂族金属需求受工业属性提振

铂

终端需求方面：据 Metals Focus 研究显示，对铂族金属总需求量影响最大的仍是汽车尾气催化剂领域的需求。得益于汽车产量回升、尾气排放标准更为严

⁴ 白银进口总量：包括镀金、镀铂的银，未锻造、半制成或粉末状进口总量

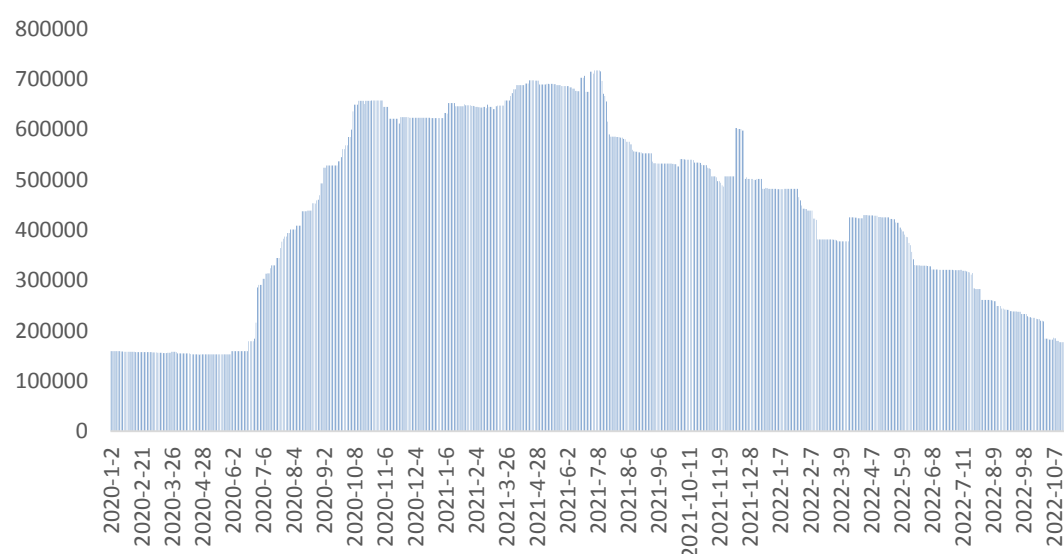
⁵ ETP：Exchange Traded Products，即交易平台交易产品。是交易平台上市的开放式投资产品，衍生定价，并像股票一样在全国性交易平台进行日间交易和结算。它被归类为优先结构债务证券。

格等因素，短期到中期内铂族金属需求有望保持旺盛，而矿产铂族金属供应的增长受限，因此，虽然面临诸多经济挑战，市场仍将维持供应紧张态势。预计2022年汽车尾气催化剂领域铂金需求量占总需求量约为41%，其余需求主要来自于首饰业、化工业和玻璃工业。

上游供应方面：根据百川盈孚报告显示，近年来全球铂金市场持续出现供应过剩局面，根据数据显示，2022年全球铂金恐过剩近30吨，其中，二季度供应过剩了约10吨。由于钯金价格远高于铂金，在汽车、工业等领域，铂金代替钯金的趋势也可能会加速，预计到2024年全球铂金的供应过剩将会逆转，并在2031年前持续。

库存方面：9月30日，NYMEX铂库存量为18.4万盎司，较8月末23.8万盎司大幅下降22.7%。

图 15 NYMEX 金属铂库存量(单位：盎司)



数据来源：CBC 金属网、五矿经研院

进出口方面：根据海关总署数据显示，8 月份，铂⁶进口总量为 10.9 吨，环比下降 49.3%，1 月-8 月，进口总量为 98.6 吨，较去年同期下降 11.8%。

图 16 中国铂进口总量(吨)

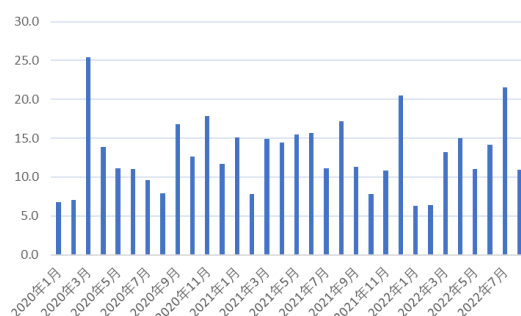
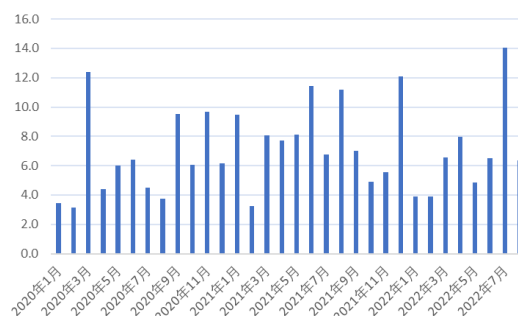


图 17 中国进口南非铂总量（吨）



数据来源：中国海关统计数据、五矿经研院

钯

9 月份，受工业需求提振，钯表现最为亮眼。

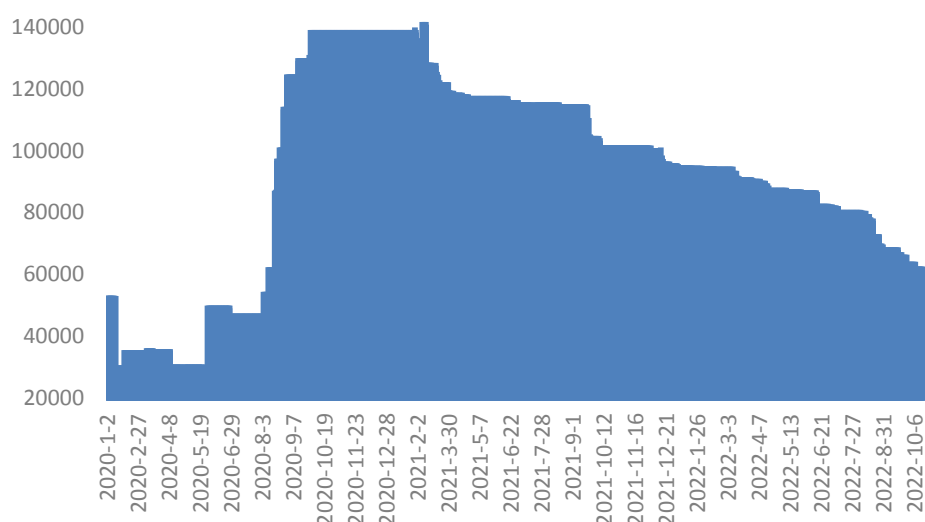
生产方面：根据百川盈孚报告显示，2022 年钯金供应预期下调。英美铂业

⁶ 包括未锻造、半制成或粉末状合计进口量

Polokwane 冶炼厂重建延迟，预计将导致多达 21 万盎司钯金和 21.5 万盎司铂金作为在制品库存转入新的一年，从而减少了今年的精炼金属产量。此外，南非三季度拉闸限电的规模远超二季度，或将导致矿产供应中断，产量可能会减少逾 10 万盎司。

库存方面：截至 9 月 30 日，纽约商品交易所钯库存量为 6.32 万盎司，较上一月减少 0.56 万盎司，下降 8.2%。

图 18 NYMEX 金属钯库存量(单位：盎司)



数据来源：CBC 金属网、五矿经研院

进出口方面：根据海关总署数据显示，8 月份，未锻造钯，钯粉进口总量为 2.6 吨，环比减少 32.4%。1 月-8 月，累计进口 17.2 吨，较去年同期增长 46.2%；其中，自俄罗斯进口钯 0.7 吨，1 月-8 月，累计自俄罗斯进口钯 6.0 吨，较去年同期增长 74.8%，俄罗斯对我国出口量进一步扩大。

图 19 中国未锻造钯，钯粉进口量(吨)

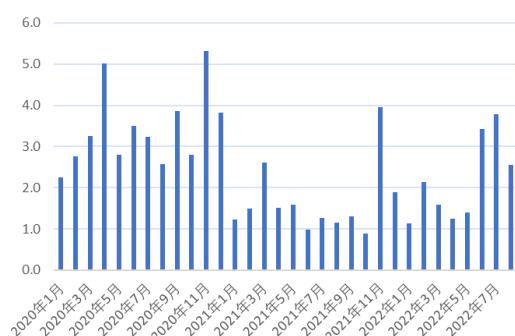
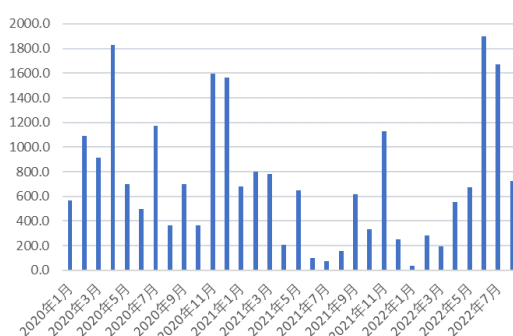


图 20 中国进口俄罗斯未锻造钯，钯粉(千克)



数据来源：中国海关统计数据、五矿经研院

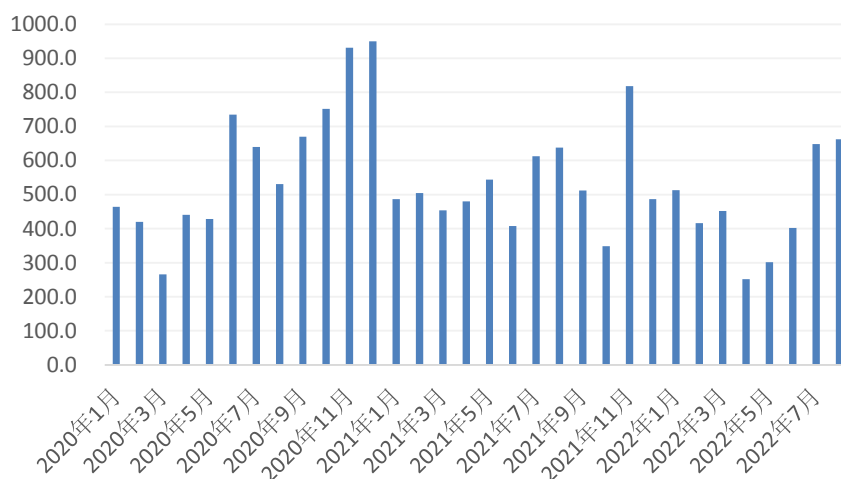
铑

生产方面：因旗下 Polokwane 冶炼厂改造项目延迟两个月实施，英美铂业将其精炼铂族金属产量指引下调 30 万-50 万盎司。

消费方面：Metals Focus 研究报告显示，2022 年汽车业的铑需求量将从 91.3 万盎司增至 95.8 万盎司，增幅为 5%。预计受节约用量影响，今年中国汽车业铑需求量将有所下降。

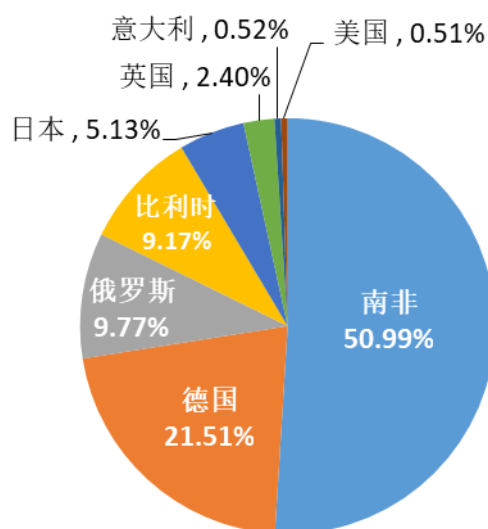
进口方面：8 月份，国内未锻造铈、铈粉进口量达到 662.5 千克，较上月增长 2.3%，连续两月维持高位。从进口国家看，南非进口占比缩小至 50%，德国、日本、俄罗斯，比利时进口量合计占比提升至 45%。

图 21 未锻造铈、铈粉进口总量(单位：千克)



数据来源：CBC 金属网、五矿经研院

图 22 未锻造铈、铈粉分国别进口占比



数据来源：CBC 金属网、五矿经研院

10-下游消费纾解成为扭转钢铁市场弱态的关键

——2022 年前三季度中国钢铁及原料市场分析与展望

中国金属矿业经济研究院 左更

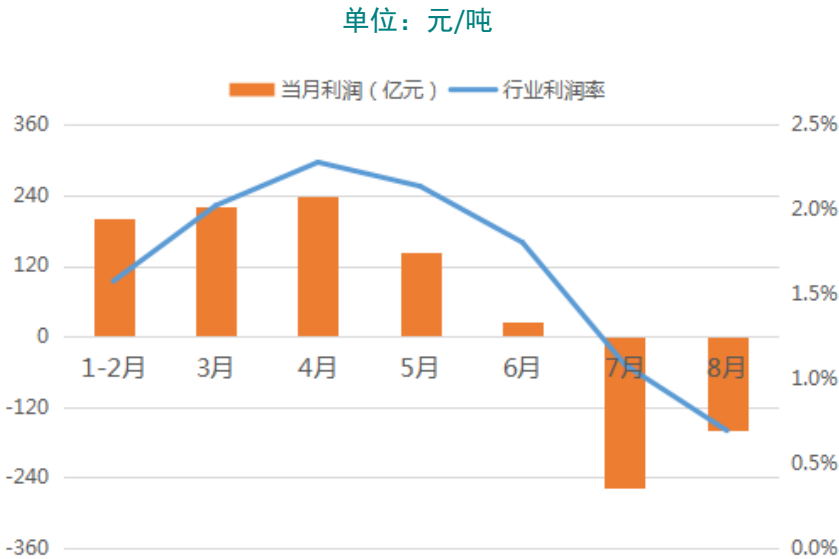
摘要：今年前三季度我国国内钢材市场震荡下行，粗钢吨钢利润创新低。原料方面，受人民币汇率影响，以美元计价的铁矿石价格再度“触底”，表面降幅

明显。而焦煤价格则上行至一度“涨停”焦炭全行业，主要铁合金产品价格小幅攀升，对钢企成本持续产生压力。在经济发展众多不确定性因素影响下，四季度钢市弱势难改，钢价易跌难涨，而原料端价格上行意愿强烈。疏导价格有效传导，刺激下游消费提振成为扭转钢市弱态的关键。

一、国家统计局数字显示今年前八个月我国钢铁行业吨粗钢利润创新低

2022 年前三季度，受国内多地不断反复的新冠肺炎疫情影响，中国国内钢材消费市场需求减弱，钢材市场震荡弱行。根据国家统计局的统计数据，1-8 月，我国黑色金属冶炼和压延加工业行业共实现营业收入 59183.5 亿元，行业利润 410.5 亿元，较 1-7 月累计 569.0 亿元水平下降了 258.5 亿元，较上半年累计利润值 826.1 亿元水平累计下降了 515.6 亿元，充分说明 7、8 月份我国黑色金属冶炼和压延加工业行业在钢价下行的压力下呈现出的全行业亏损的状态。经国家统计局数字计算，今年 1-8 月我国黑色金属冶炼和压延加工业行业累计利润率仅为 0.7%，较 2021 年同期下降接近 90%。

图 1:2010 年-2022 年（1-8 月累计）中国吨钢（粗钢）利润变化情况



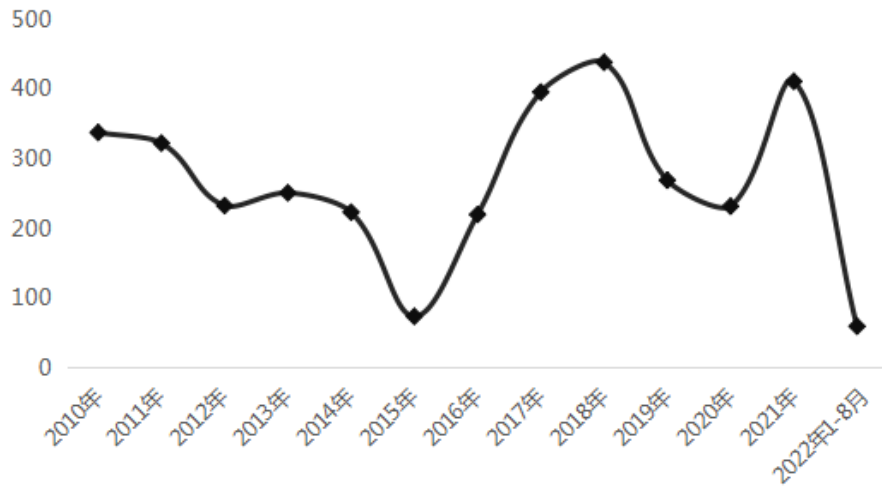
数据来源：五矿经研院

2022 年 1-8 月，黑色金属矿采选行业共实现营业收入 3343.8 亿元，实现营业利润 479.5 亿元，行业利润率 14.3%，累计利润也因行业弱行呈现同比下降 27.0%。经合并计算，1-8 月我国黑色金属行业整体利润仅为 890 亿元，较上半年 1232.5 亿元的利润数值缩水 342.5 亿元，同比下降近 78%。1-8 月，黑色金属矿业行业总体利润率仅为 1.4%。

从吨钢利润上看，2022 年 1-8 月，在钢材价格相对疲软而以铁矿石和焦炭为主的原料价格相对偏高运行的整体格局下，钢铁行业整体利润大幅缩水。根据国家统计局公布的 1-8 月我国累计粗钢产量 69315 万吨的数字计算，我国 1-8 月钢铁行业累计粗钢吨钢利润仅为 59 元/吨，为自 2010 年以来的历史最低点，甚至低于 2015 年全行业几近亏损的历史低点。

图 2:2010 年-2022 年（1-8 月累计）中国吨钢（粗钢）利润变化情况

单位：元/吨



数据来源：五矿经研院

从国家统计局公布的产量数据上看，由于多地受新冠肺炎疫情不断反复和今年夏季我国大部分地区极端高温天气的影响，1-8月，我国共生产生铁 58217 万吨，同比下降 4.1%，累计生产粗钢 69315 万吨，同比下降 5.7%，累计日产粗钢 285.25 万吨，按此计算，今年全年粗钢产量仍将在 10.4 亿吨左右，与 2021 年基本持平。

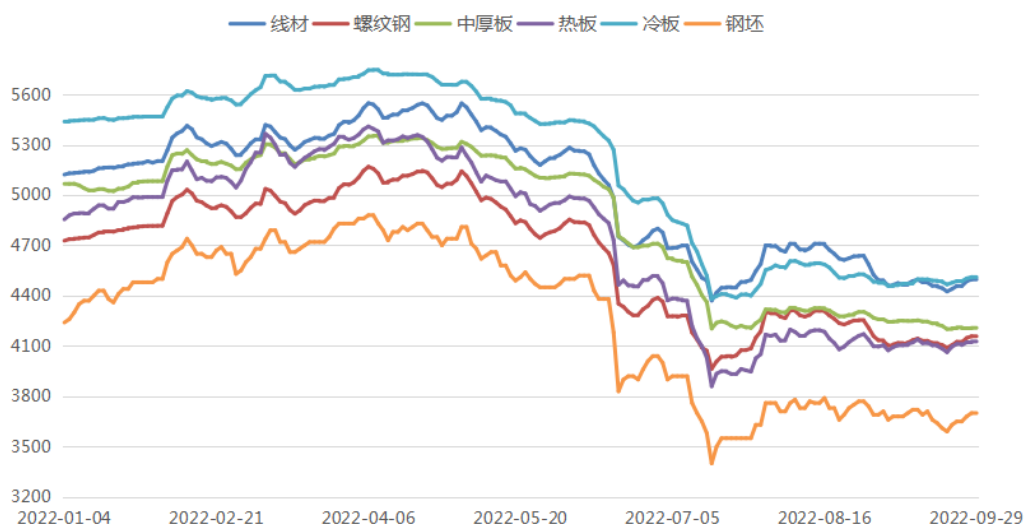
二、前三季度我国国内钢材市场震荡下行

2022 年前三季度，钢材价格先扬后抑，受下游地产和基建行业需求偏弱的影响，整体市场弱势运行。从五大类钢材品种前三季度的平均价格走势上看，螺纹钢（HRB400E，20MM）均价为 4638 元/吨，较 2021 年年均价格下降 8.3%、高线（6.5MM）均价为 5029 元/吨，较 2021 年年均价格降幅为 7.1%、中厚板（普碳，20MM）均价为 4861 元/吨，较 2021 年年均价格降幅为 10.2%、热板（3.0MM）均价为 4861 元/吨，较 2021 年年均价格降幅达到 12.4%、冷板（1.0MM）均价为 5183 元/吨，较 2021 年年均价格下降 14.1%。综合看，2022 年前三季度的五大类钢材平均价格降幅为 10.4%。另据统计，前三季度钢坯（Q235）平均价格为 4260 元/吨，与螺纹钢之间的价差仅 375 元/吨，而从 2022 年以来数据推算，我国螺纹钢与钢坯之间的价差如小于 330 元/吨水平，钢铁企业则陷入亏损状态。由此可预计，因 9 月份的螺纹钢与钢坯价差为 451 元/吨，因此当月的钢铁行业或存在 80-100 亿的利润。若以此为依据计算，乐观估计，2022 年全年的钢铁行业利润总额不会超过 1000 亿元，为自 2010 年以来的历史次低点，如果考虑今年全年粗钢产量保持 10 亿吨以上，2022 年的全年粗钢吨钢利润不会超过 100 元/吨。

从 2022 年以来的钢材价格运行曲线上看，目前我国五大类钢材品种及钢坯价格位于年内低位区间。仅从价格曲线上看，截至 9 月末，我国五大类钢材价格仍没能有效突破前期降幅的次低点，说明各个钢材下游消费行业对钢价依然保持“价格相对过高”的判断。

图 3:2022 年以来（截至 9 月 30 日）中国五大类钢材品种及钢坯价格走势变化

单位：元/吨



数据来源：五矿经研院

三、受人民币汇率影响，以美元计价的铁矿石价格再度“触底”

前三季度，受钢材价格下行压力影响，中国进口铁矿石价格呈前高厚底的震荡下跌行情。6 月后跌幅渐大，9 月均价已跌至 98.4 美元/吨且自 9 月 16 日起，普氏铁矿石价格指数（62%，CIF 中国主要港口，干基，不含税）始终围绕 95 美元/吨左右整理，近 20 个天的成交价格从未突破 100 美元/吨。从价格曲线上看，自 7 月后，这已是铁矿石价格已第三次下探 95 美元/吨的支撑位。

图 4:2022 年 1-9 月中国进口铁矿石（普氏指数）价格走势

单位：美元/吨



数据来源：普氏铁矿石价格指数、五矿经研院

2022 年前三季度，铁矿石（普氏，62%品位，中国主要港口到岸价）平均价格为 128 美元/吨，较 2021 年均价下跌 19.7%。但此中必须考虑到今年以来美联储连续加息 300 点的影响，由于美元向本土回流态势严重，人民币兑美元汇率已经突破 7.2，较 2021 年平均水平贬值超过 10%，这也就使得我国国内钢企用于支付进口铁矿石的支出仅下降 9%左右。如此对比看，前三季度我国进口铁矿石价格保持着与钢材价格同比例偏低的跌幅。价格被操纵的痕迹十分明显。

从铁矿石普氏指数的长期价格曲线上看，自 2008 年 6 月以来，铁矿石长期平均 108.2 美元/吨的价格中枢（图 3 红色虚线所示）已经形成，同时，自 2015 年以来的价格逐渐抬升的态势十分明显，应该说只要矿价不跌破前期 87 美元/吨的水平，整体矿价的上行周期态势也不会发生改变。

图 5：2000 年 1 月-2022 年 9 月中国进口铁矿石（CIF 中国主要港口，62%，干基，不含税）

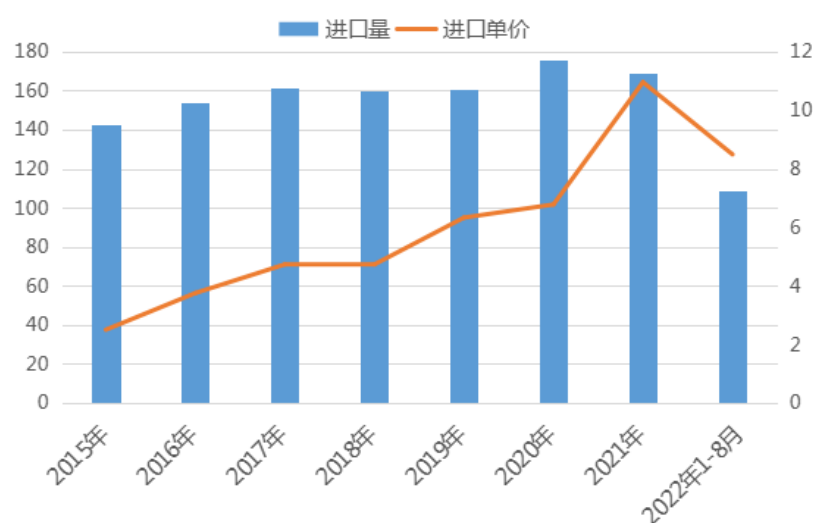


数据来源：五矿经研院

另据海关总署的数据显示，8 月当月我国进口铁矿石 9620.8 万吨，为今年以来铁矿石月度进口量之最，平均进口单价（未完税）112.3 美元/吨，1-8 月我国累计进口铁矿石达到 72292.2 万吨，同比下降 3.2%，累计进口均价（未完税）为 127.3 美元/吨。按 1-8 月我国平均进口铁矿石数量推算，今年全年铁矿石进口总量将自 2016 年后首次跌破 11 亿吨，但年均进口单价却较 2016 年翻了一倍。我国进口铁矿石进口“量价齐飞”的整体态势并未发生过任何改变！

图 6:2015 年至 2022 年（1-8 月）中国年度进口铁矿石数量、单价统计

单位：万吨（右轴）、美元/吨（左轴）

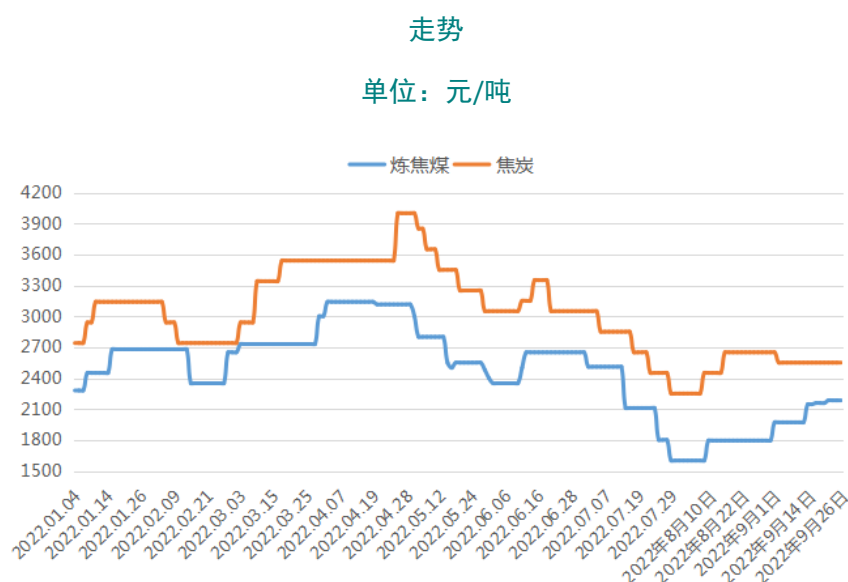


数据来源：中国海关总署、五矿经研院

四、前三季度焦煤价格上行一度“涨停”焦炭生产，对钢企成本持续产生压力

今年前三季度，炼焦煤（吕梁，A9.5，S0.6，V20，G>90）均价为 2460 元/吨，焦炭（临汾，准一级）价格平均为 3020 元/吨，分别较 2021 年均价上涨 4.2% 和 6.3%。焦炭与焦煤之间的价格比仅在 1.22 左右，难以支撑独立焦化企业的保持生产。个中原因之一是由于国家能源保供的需求，动力煤价格在 2022 年有着不错的价格上行幅度，带动炼焦煤价格上行。而独立焦炭生产企业的价格受到钢厂成本的压制，上行乏力，造成焦炭生产企业亏损乃至亏现，今年 7 月间，我国焦炭企业就曾因全面亏损而联合限产、停产，8 月情况略有好转，但 9 月下旬，随着国家煤炭冬储节奏加快，炼焦煤价格再度上扬，焦炭行业生产形势再度恶化。后期在钢材价格较为低迷的情况下，“双焦”价格仍然会对钢企利润产生持续的压力。

图 7:2022 年前三季度焦炭（临汾、准一级）、焦煤（吕梁，A9.5、S0.6、V20、G>90）价格



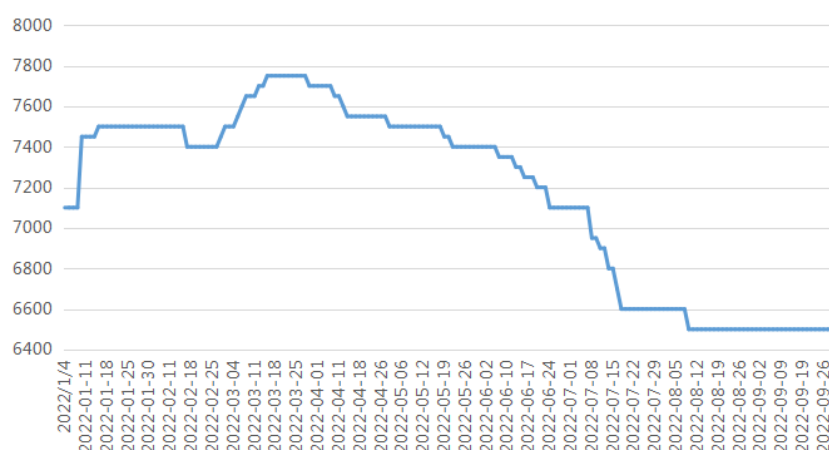
数据来源：五矿经研院

五、主要铁合金商品价格小幅攀升，对钢铁生产成本带来压力

1-9 月，我国硅锰市场前高后低，平均价格为 7175 元/吨，较 2021 年全年均价微升 2.3%，8 月后，硅锰价格基本维持在 6500-6600 元/吨运行，价格逼近我国硅锰生产企业的成本高位。

图 8：2022 年 1-9 月我国硅锰（内蒙，Mn60Si14）价格变化

单位：元/吨

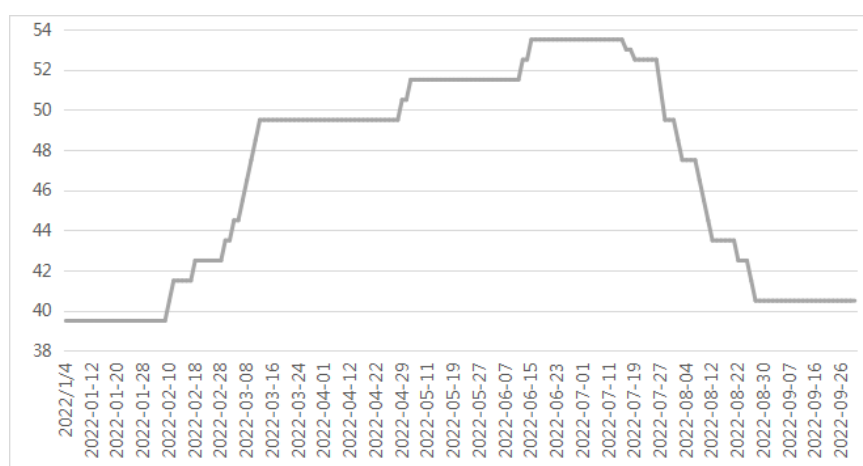


数据来源：五矿经研院

受硅锰价格及锰矿主要进口来源地南非恶劣天气影响，我国进口锰矿价格亦呈前高后低行情，2-6月，锰矿价格震荡上行，7月后锰矿价格一路下跌。前三季度，我国进口锰矿（南非，Mn45%，天津，CFR）平均价格为46.8美元/吨度，较2021年年均38.4美元/吨度的价格水平上涨近22%。

图9：2022年1-9月我国进口锰矿（南非，Mn45%，天津，CFR）价格变化

单位：美元/吨度

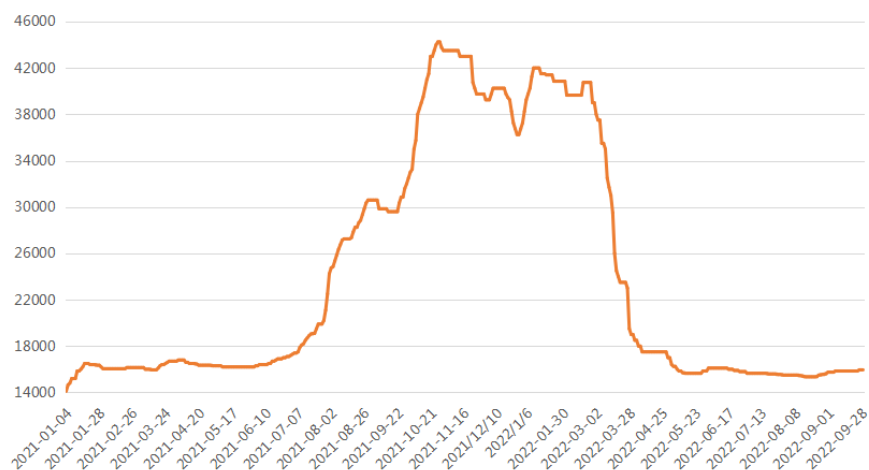


数据来源：五矿经研院

而前三季度，我国电解锰平均价格为22500元/吨，较2021年24800元/吨的年均价格下降超过9%，目前，国内电解锰价格停留在16000元/吨水平，基本与2021年年初水平相当。

图10：2021年1月-2022年9月我国电解锰（99.7%，上海市场）价格变化

单位：元/吨

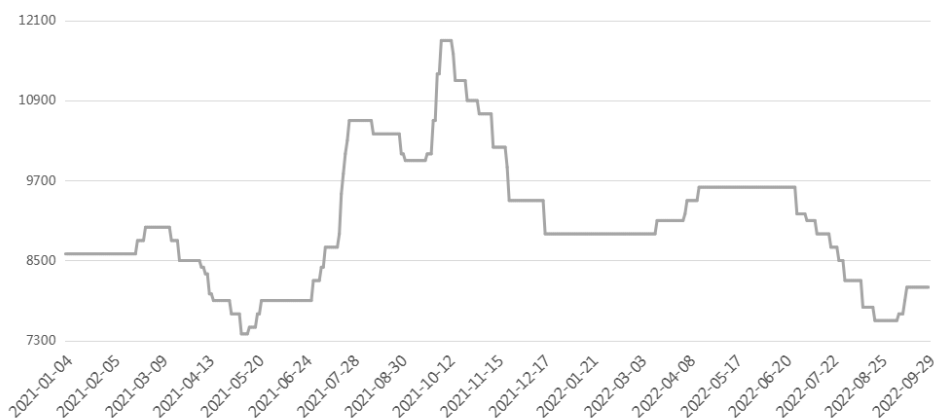


数据来源：五矿经研院

铬铁方面，前三季度我国高碳铬铁市场均价为 8890 元/吨，较 2021 年全年价格水平实现同比增长 3.2%。伴随着铬铁原料主产区南非的供应恢复以及国内不锈钢产量下降带来的需求下滑，国内铬铁市场价格由 6 月上旬的 9600 元/吨下降至 8 月末 7600 元/吨的年度低点，9 月高碳铬铁价格略有上升恢复至 8100 元/吨，基本处于 2021 年 1 月以来的最低价格水平。

图 11：2021 年 1 月-2022 年 9 月我国高碳铬铁（内蒙、Cr60%、C8%）价格变化

单位：元/吨

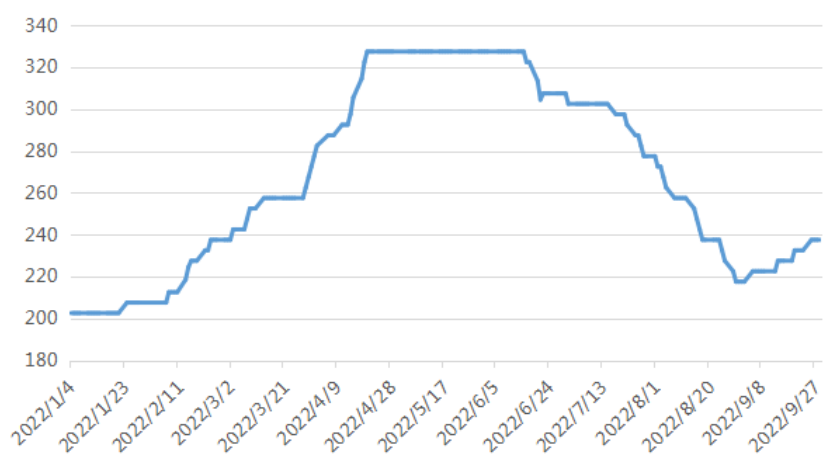


数据来源：五矿经研院

铬矿（南非，42%，CFR 中国主要港口）方面，受中国钢铁市场的影响，不锈钢产量下行，市场弱行的影响，铬矿价格由 6 月初的 327.5 美元/吨的高位不断下行，9 月均价为 228 美元/吨的，降幅超过 30%。

图 12：2022 年 1-9 月我国铬矿（南非，42%，CFR 中国主要港口）价格变化

单位：美元/吨

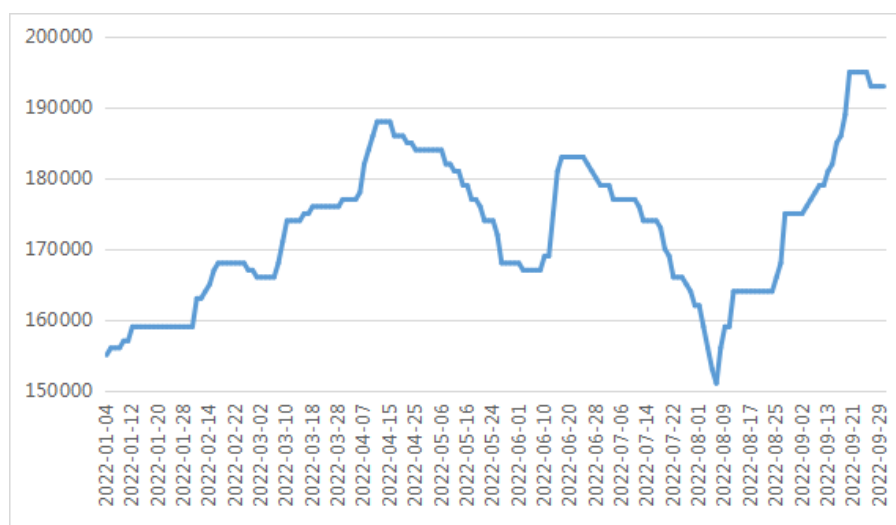


数据来源：五矿经研院

从 2022 年前三季度钼铁价格的变化走势上看，更是可以看出因国内不断反复的新冠肺炎疫情及今年夏季全国范围内的极端高温天气对电力能源供应的影响，我国钼铁主产区多地拉闸限电，交通运输困难，原料进厂困难，部分钢厂提前进场采购等原因造成供需紧平衡状态持续发生而在 9 月末创下自 2015 年以来的新高 19.5 万元/吨。

图 13： 2022 年 1-9 月中国钼铁（60%）价格变化

单位：元/吨



数据来源：五矿经研院

从 2022 年前三季度钼精矿（45%，中国出厂价）价格的变化走势上看，国内不断反复的新冠肺炎疫情对钼铁主产区矿山生产、商品运输等方面的影响，以及人民币兑美元汇率走低构成 2022 年钼精矿价格震荡上行的主要原因。

图 14： 2022 年 1-9 月中国钼精矿（45%，中国出厂价）价格变化

单位：元/吨



数据来源：五矿经研院

六、后期原料端价格上行意愿强烈，或压制钢铁行业利润向好发展，下游消费提振成为扭转钢市弱态的关键

从全球经济发展上看，极端地缘交恶事件仍将持续，且其后果愈发不可估量，美国除大发战争财外，不断通过美元加息收割各国经济发展的成果，全球经济发展不确定因素不断增加，我国经济发展的外部环境日益恶化。从国内经济发展态势看，多地新冠肺炎疫情不断反复及极端恶劣天气因素加深了我国需求减弱的矛盾，而供给端对原料保供稳价的矛盾依然突出。充分做好我国经济提速与增质的根本，纾解产业链顺滑运行是当前首要需要考虑的问题。

综合以上分析，众多不确定性因素影响下的我国经济下行压力较大。由此预测，今年四季度在国家一系列提振经济的措施下，钢材市场整体将有改观，但在供需双缩情况下，改善程度难以估量。在原料端提价意图明显的情况下，四季度的中国钢材市场仍将持续“易跌难涨”的态势，或对钢铁行业利润向好发展形成极大的压制。钢铁行业下游消费提振成为扭转钢市弱态的关键。