

2025年12月16日

黄金价格再度逼近历史最高点

宏观经济研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号: S0790522110002

郭晓彬（分析师）

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号: S0790525070004

● 供需：建筑开工维持弱势，工业开工边际走弱，需求走弱

1.建筑开工：开工率维持历史低位。最近两周（11月30日至12月13日），石油沥青装置开工率、水泥发运率、磨机运转率仍处于同期历史低位。基建项目水泥直供量、房建水泥用量环比回升，但仍处于同期历史低位。资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

2.工业生产端，整体景气度仍处于历史中高位，部分开工转弱。最近两周（11月30日至12月13日），工业开工整体景气度仍处于历史中高位，但部分开工转弱。化工链中PX开工率维持历史高位，PTA开工率维持历史低位，汽车半钢胎开工率弱于2023-2024年同期，高炉与焦化企业开工率降至历史中位。

3.需求端，建筑需求仍弱，汽车销量转弱，家电销售进一步转弱。最近两周，螺纹钢、线材、建材表观需求均处于史低位。乘用车四周滚动销量同比大幅下行，中国轻纺城成交量仍处历史低位，主要家电线上、线下销售均进一步走弱。

● 商品价格：铜、铝、黄金价格均再度达到或逼近历史最高点

1.国际大宗商品：最近两周（11月30日至12月13日），原油价格震荡偏弱运行，铜、铝、黄金价格震荡上行，铜、铝、黄金价格均再度达到或逼近历史最高点。铜铝、黄金价格走向逻辑有其共性与特性：美元流动性的扩张为有色金属价格大幅上行的基础条件，但在此基础上铜铝更受益于AI设备投资等工业活动与供应链重组带来的供需缺口，工业属性更强；黄金更受益于美债规模与地缘政治等问题带来的美元信用的缓步褪色，货币属性更强。当前AI是否存在泡沫存疑，我们暂且将此议题的答案搁置，但美元流动性扩张或未结束，而美元流动性扩张较为依赖美债扩张，由此来看，在AI应用端实现大规模普遍盈利前，黄金或仍具配置价值，若后续因市场情绪或流动性问题再度导致资产价格普跌，低位建仓黄金仍为较好投资选择，短期交易方式上，或可选择急跌企稳后建仓，急涨见顶后部分减仓。

2.国内工业品：价格震荡分化运行。国内定价工业品价格震荡分化运行，南华工业品指数震荡偏弱运行。细分品种下，最近两周螺纹钢价格震荡回落，煤炭价格上行放缓；化工链产品价格涨跌互现，建材产品水泥、沥青下跌，玻璃上涨。

● 地产：同比降幅仍大

1.新建房：成交同比降幅仍大。全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落16%，较2023、2024年同期分别变动-21%、-35%。一线城市成交面积较2023、2024年分别变动-4%、-41%。

2.二手房：成交量仍偏弱。价格方面，截至12月1日，二手房出售挂牌价指数环比延续回落；成交量方面，最近两周（12月1日至12月14日），北京、上海、深圳二手房成交同比仍为负，较2024年同期分别同比-34%、-27%、-49%。

● 12月前14日出口同比或在0%-2%左右

多指标模型指向12月前14日出口同比在2.1%左右，上海装载集装箱船数量同比指向12月前14日出口同比在0%左右。

● 风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

相关研究报告

《政府债券加力支撑社融超季节性回升—宏观经济点评》-2025.12.13

《科技突破，供需优化——中央经济工作会议学习—宏观经济点评》-2025.12.12

《美联储进一步降息空间或相对有限—12月FOMC会议点评》-2025.12.11

目 录

1、 供需：建筑开工维持弱势，工业开工边际走弱，需求走弱	4
1.1、 建筑开工：开工率维持历史低位	4
1.2、 工业生产：整体景气度仍处于历史中高位，高炉焦化开工转弱	5
1.3、 需求：建筑需求仍弱，汽车、家电销售仍弱	6
2、 价格：铜、铝、黄金价格均再度达到或逼近历史最高点	8
2.1、 国际大宗商品：原油价格回落，有色金属价格回升	8
2.2、 国内工业品：价格震荡分化运行	8
2.3、 食品：农产品价格延续上行，猪肉延续下跌	10
3、 地产成交：同比降幅仍大	10
3.1、 新建房：成交同比降幅仍大	10
3.2、 二手房：成交量仍偏弱	11
4、 出口：12月前14日出口同比或在0%-2%左右	12
5、 流动性：资金利率震荡运行，逆回购以净回笼为主	12
6、 风险提示	14

图表目录

图 1：石油沥青装置开工率、水泥发运率、磨机运转率仍处于同期历史低位	4
图 2：石油沥青装置开工率处于同期历史低位	4
图 3：磨机运转率仍处历史低位	4
图 4：基建水泥直供量环比变化较小	4
图 5：房建水泥用量环比变化较小	4
图 6：工业开工整体景气度仍处于历史中高位，部分开工转弱	5
图 7：最近两周PX开工率处于同期历史高位	5
图 8：最近两周PTA开工率处于同期历史中低位	5
图 9：汽车半钢胎开工率低于2023-2024年同期	6
图 10：高炉开工率转弱	6
图 11：螺纹钢、线材、建材表观需求均处于历史低位	6
图 12：螺纹表观需求处于历史低位	6
图 13：乘用车四周滚动销量同比大幅下行	7
图 14：最近两周中国轻纺城成交量仍处历史低位	7
图 15：主要家电线上销售走弱	7
图 16：主要家电线下销售走弱	7
图 17：最近两周原油价格震荡偏弱运行	8
图 18：最近两周黄金价格震荡上行	8
图 19：最近两周南华工业品指数偏弱运行	9
图 20：最近两周南华金属指数震荡运行	9
图 21：最近两周螺纹钢价格震荡回落	9
图 22：最近两周煤炭价格上升速度放缓	9
图 23：节前两周甲醇价格有所回升	9
图 24：节前两周涤纶长丝价格有所回落	9
图 25：最近两周水泥价格有所回落	10

图 26: 节前两周浮法玻璃价格有所回升	10
图 27: 近两周农产品价格延续上行	10
图 28: 近两周猪肉价格延续下跌	10
图 29: 最近两周新建住房成交面积同比降幅仍大	11
图 30: 一线城市新建住房成交同比降幅仍大	11
图 31: 截至 12 月 1 日, 二手房出售挂牌价指数延续回落	11
图 32: 最近两周北京二手房成交同比仍为负	11
图 33: 多指标模型指向 12 月前 14 日出口同比在+2.1%左右	12
图 34: 上海装载集装箱船数量同比指向 11 月出口同比在+6%左右	12
图 35: 最近两周资金利率震荡运行	12
图 36: 最近两周央行逆回购以净回笼为主	13

1、供需：建筑开工维持弱势，工业开工边际走弱，需求走弱

1.1、建筑开工：开工率维持历史低位

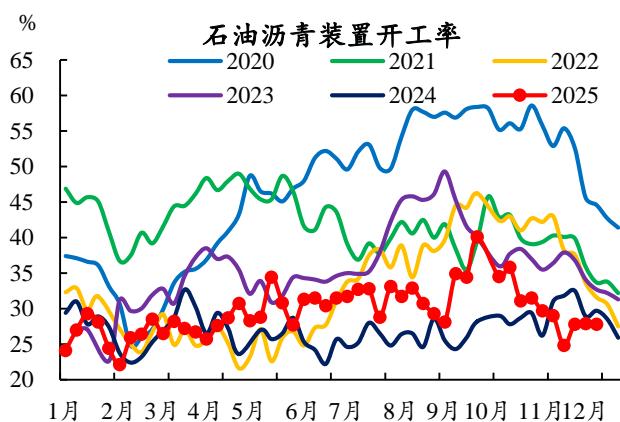
最近两周（11月30日至12月13日），石油沥青装置开工率、水泥发运率、磨机运转率仍处于同期历史低位。基建项目水泥直供量、房建水泥用量环比变化较小，仍处于同期历史低位。资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

图1：石油沥青装置开工率、水泥发运率、磨机运转率仍处于同期历史低位

按照阳历对齐(单位:%)	2025年最新值	较2024年同期	较2023年同期	2021年-2025年同期季节性位置
石油沥青装置开工率	27.8	-1.9	-4.9	16.6
磨机运转率	31.5	-4.0	-4.3	16.6
水泥发运率	30.1	-3.3	-7.6	16.6
水泥熟料产能利用率	39.7	-4.6	-6.3	16.6
建筑工地资金到位率	59.5	-6.0	—	—

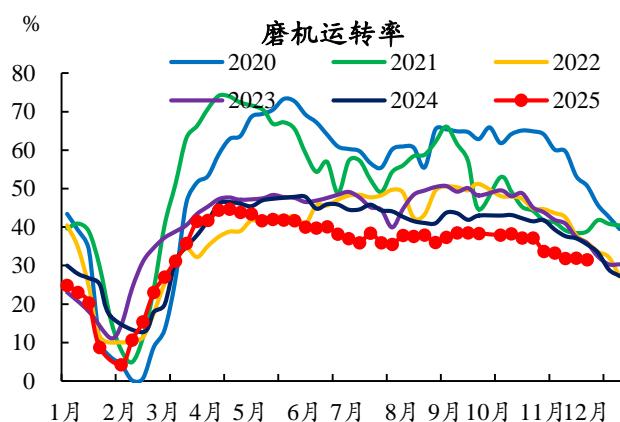
数据来源：Wind、百年建筑、开源证券研究所

图2：石油沥青装置开工率处于同期历史低位



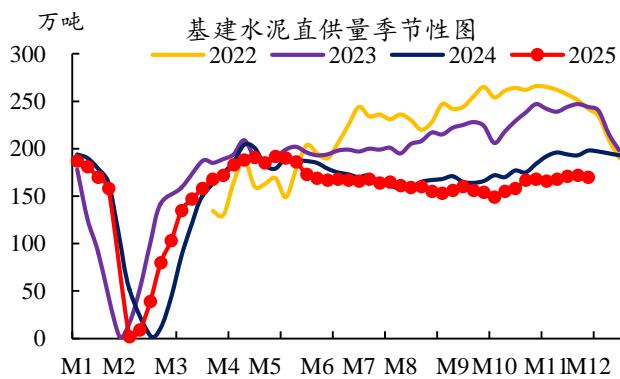
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：磨机运转率仍处历史低位



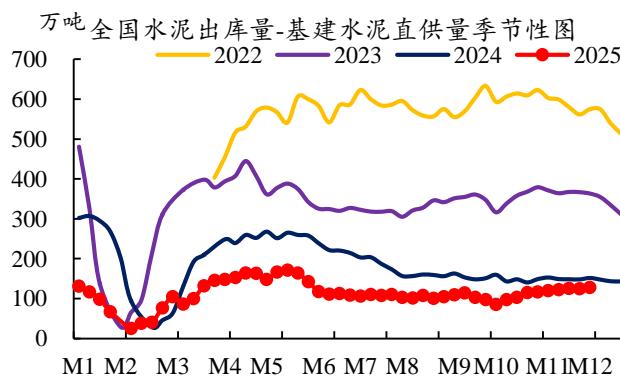
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：基建水泥直供量环比变化较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：房建水泥用量环比变化较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、工业生产：整体景气度仍处于历史中高位，高炉焦化开工转弱

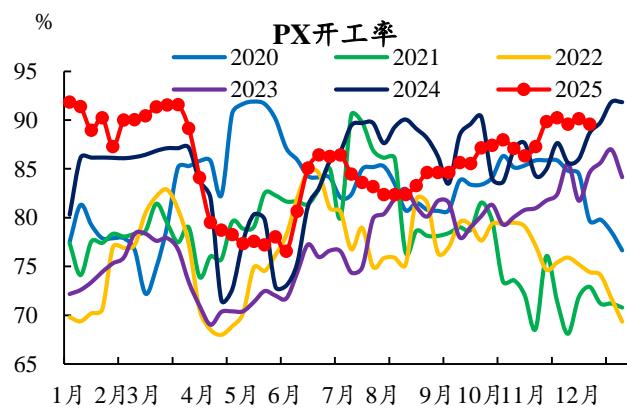
最近两周(11月30日至12月13日)，工业开工整体景气度仍处于历史中高位，但部分开工转弱。化工链中PX开工率维持历史高位，PTA开工率维持历史低位，汽车半钢胎开工率弱于2023-2024年同期，高炉与焦化企业开工率降至历史中位。

图6：工业开工整体景气度仍处于历史中高位，部分开工转弱

按照阳历对齐(单位：%)	2025年最新值	较2024年同期	较2023年同期	2021年-2025年同期季节性位置
PX开工率	89.6	0.9	5.0	83.3
PTA开工率	73.8	-9.5	-2.1	33.3
聚酯切片开工率	84.5	3.4	-2.6	50.0
涤纶长丝开工率	90.3	1.2	4.5	83.3
涤纶短纤开工率	89.0	13.3	4.5	83.3
汽车全钢胎开工率	64.1	5.2	4.4	83.3
汽车半钢胎开工率	71.6	-7.5	-0.8	50.0
高炉开工率	78.6	-3.0	-1.9	50.0
焦化企业开工率	67.5	-2.2	-2.5	50.0

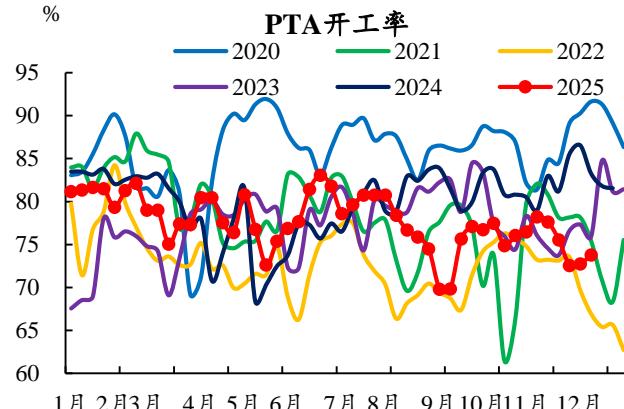
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：最近两周PX开工率处于同期历史高位

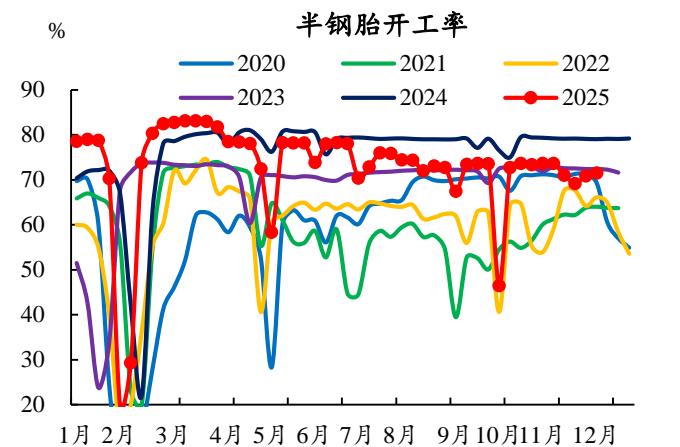


数据来源：Wind、开源证券研究所

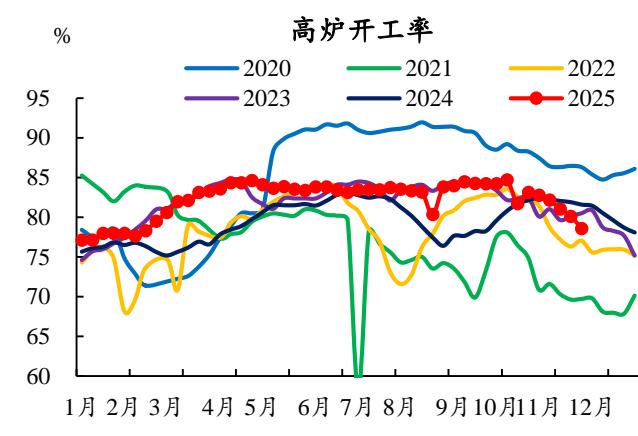
图8：最近两周PTA开工率处于同期历史中低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：汽车半钢胎开工率低于2023-2024年同期


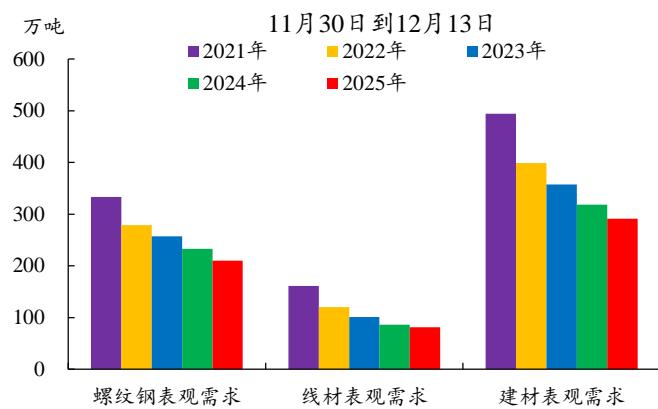
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：高炉开工率转弱


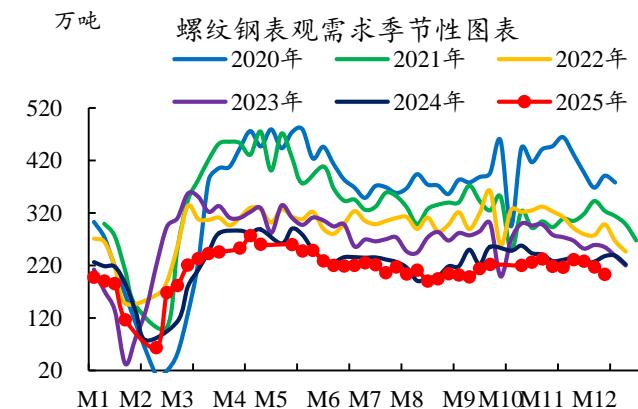
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、需求：建筑需求仍弱，汽车、家电销售仍弱

建筑需求仍弱，最近两周(11月30日至12月13日)，螺纹钢、线材、建材表观需求均处于历史低位。

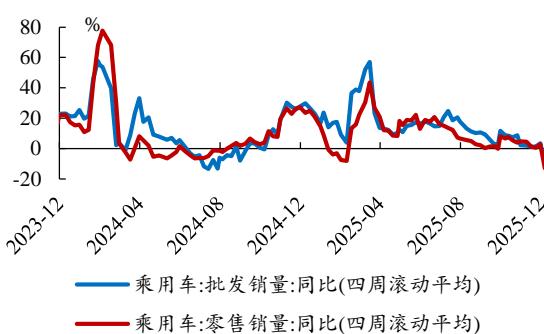
图11：螺纹钢、线材、建材表观需求均处于历史低位


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021-2024年同期当周日期稍有出入

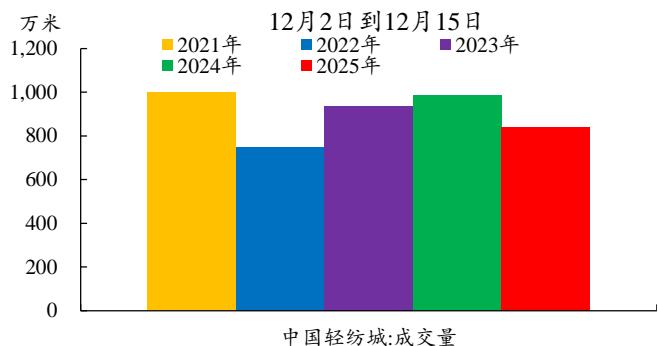
图12：螺纹表观需求处于历史低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

汽车销量明显转弱。最近两周(11月30日至12月13日)，乘用车四周滚动销量同比大幅下行。最近两周(12月2日至12月15日)，中国轻纺城成交量维持历史中低位。

图13：乘用车四周滚动销量同比大幅下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：最近两周中国轻纺城成交量仍处历史低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

家电销售进一步走弱。主要家电线上线下销售均进一步走弱。

图15：主要家电线上销售走弱

按照阳历对齐	2025年最新值	较2024年同期(%)	较2023年同期(%)
彩电线上销售额指数	124.4	-31.2	-30.1
冰箱线上销售额指数	48.9	-34.9	-52.3
冰柜线上销售额指数	63.8	-12.3	-29.9
空调线上销售额指数	39.3	-35.7	-14.7
洗衣机线上销售额指数	101.5	-10.2	-22.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：主要家电线下销售走弱

按照阳历对齐	2025年最新值	较2024年同期(%)	较2023年同期(%)
彩电线下销售额指数	20.8	-62.2	-64.2
冰箱线下销售额指数	14.9	-70.1	-64.8
冰柜线下销售额指数	35.4	-52.3	-59.7
空调线下销售额指数	8.1	-71.5	-65.1
洗衣机线下销售额指数	15.4	-63.1	-60.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

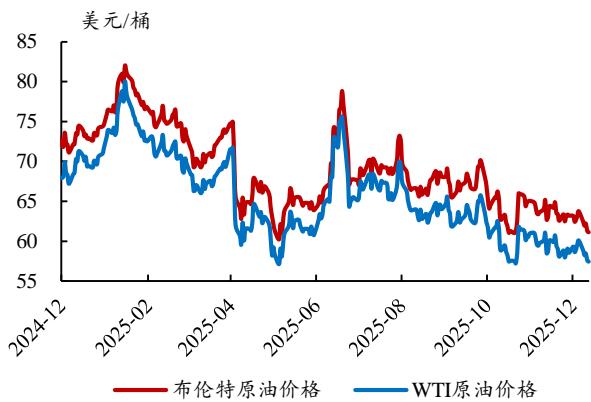
2、价格：铜、铝、黄金价格均再度达到或逼近历史最高点

2.1、国际大宗商品：原油价格回落，有色金属价格回升

最近两周（11月30日至12月13日），原油价格震荡偏弱运行，铜、铝、黄金价格震荡上行，铜、铝、黄金价格均再度达到或逼近历史最高点。

铜铝、黄金价格走向逻辑有其共性与特性：美元流动性的扩张为有色金属价格大幅上行的基础条件，但在此基础上铜铝更受益于AI设备投资等工业活动与供应链重组带来的供需缺口，工业属性更强；黄金更受益于美债规模与地缘政治等问题带来的美元信用的缓步褪色，货币属性更强。当前AI是否存在泡沫存疑，我们暂且将此议题的答案搁置，但美元流动性扩张或未结束，而美元流动性扩张较为依赖美债扩张，由此来看，在AI应用端实现大规模普遍盈利前，黄金或仍具配置价值，若后续因市场情绪或流动性问题再度导致资产价格普跌，低位建仓黄金仍为较好投资选择，短期交易方式上，或可选择急跌企稳后建仓，急涨见顶后部分减仓。

图17：最近两周原油价格震荡偏弱运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：最近两周黄金价格震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、国内工业品：价格震荡分化运行

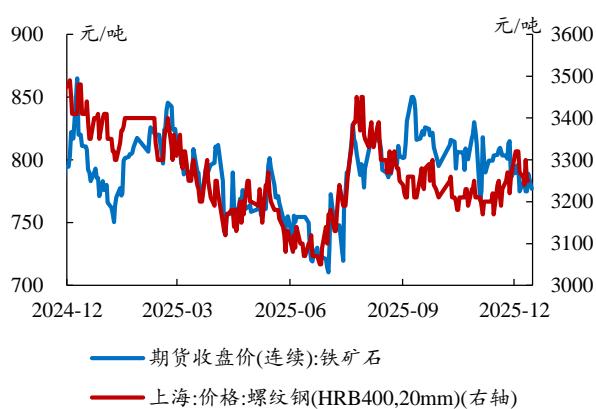
最近两周（12月1日至12月14日），国内定价工业品价格震荡分化运行，南华工业品指数震荡偏弱运行。细分品种下，最近两周螺纹钢价格震荡回落，煤炭价格上行放缓；化工链产品价格涨跌互现，建材产品水泥、沥青下跌，玻璃上涨。

图19：最近两周南华工业品指数偏弱运行

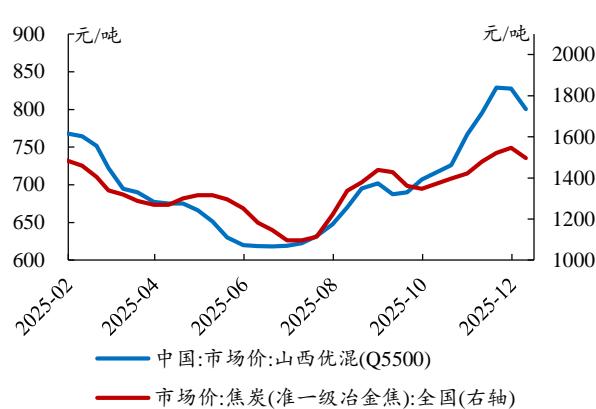

数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：最近两周南华金属指数震荡运行

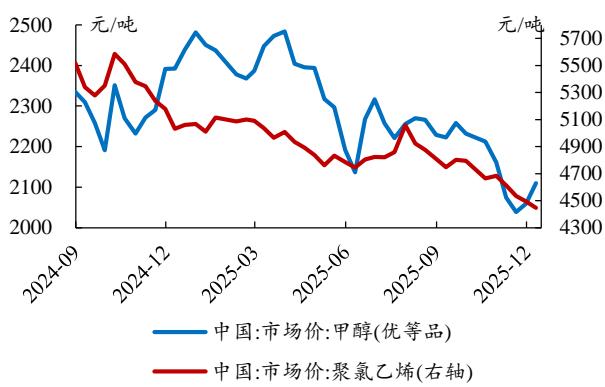

数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：最近两周螺纹钢价格震荡回落


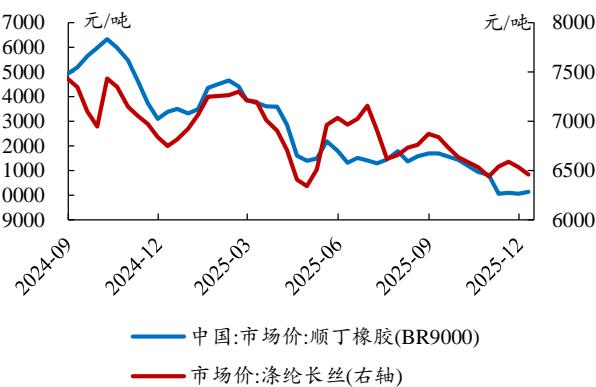
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：最近两周煤炭价格上升速度放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：节前两周甲醇价格有所回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：节前两周涤纶长丝价格有所回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：最近两周水泥价格有所回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：节前两周浮法玻璃价格有所回升

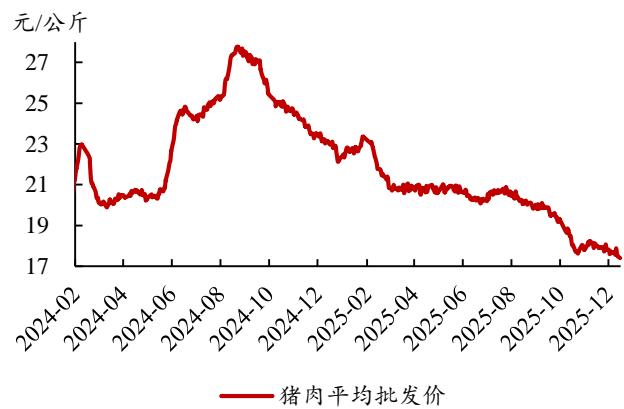

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、食品：农产品价格延续上行，猪肉延续下跌

最近两周(11月3日至11月16日)，农产品价格延续上行，猪肉价格延续下跌。

图27：近两周农产品价格延续上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

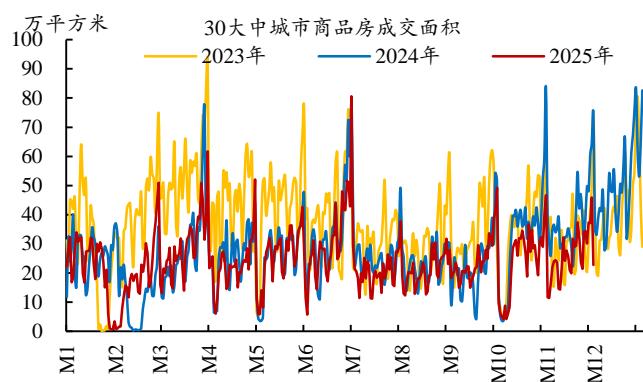
图28：近两周猪肉价格延续下跌


数据来源：Wind、开源证券研究所

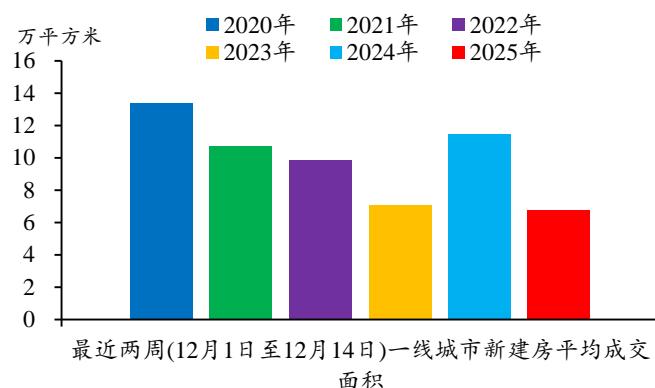
3、地产成交：同比降幅仍大

3.1、新建房：成交同比降幅仍大

最近两周(12月1日至12月14日)，全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落16%，较2023、2024年同期分别变动-21%、-35%。一线城市成交面积较2023、2024年分别变动-4%、-41%。

图29：最近两周新建住房成交面积同比降幅仍大


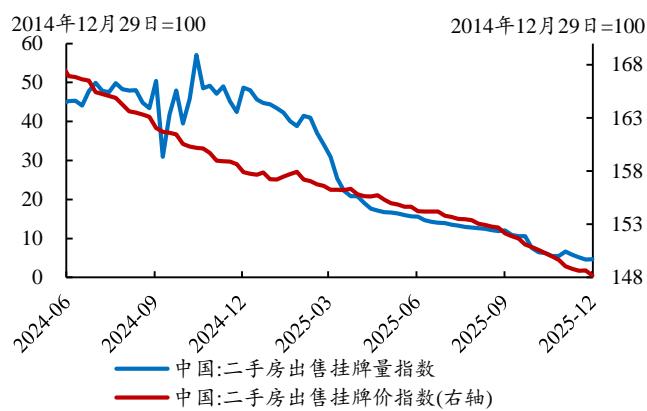
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：一线城市新建住房成交同比降幅仍大


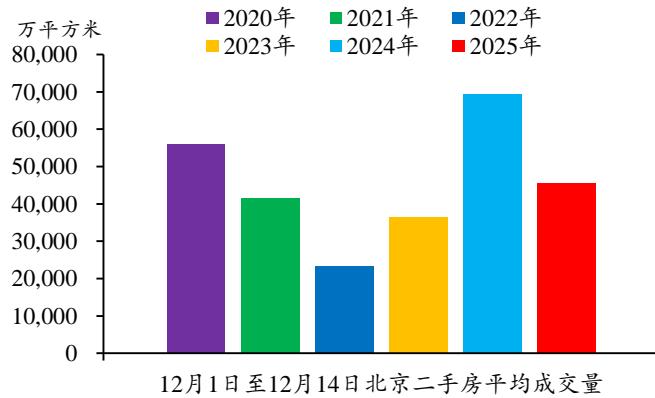
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、二手房：成交量仍偏弱

价格方面，截至12月1日，二手房出售挂牌价指数环比延续回落；成交量方面，最近两周（12月1日至12月14日），北京、上海、深圳二手房成交同比仍为负，较2024年同期分别同比-34%、-27%、-49%。

图31：截至12月1日，二手房出售挂牌价指数延续回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

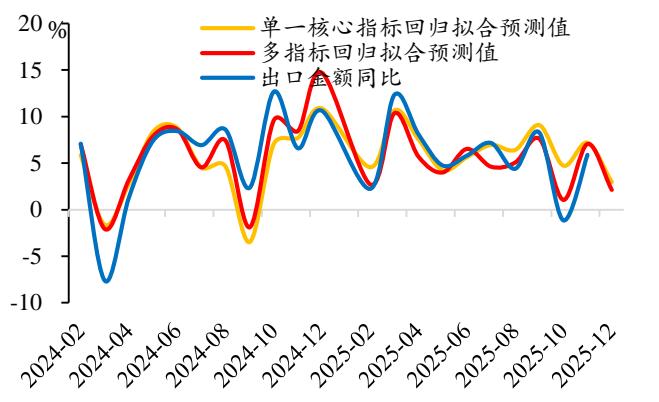
图32：最近两周北京二手房成交同比仍为负


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、出口：12月前14日出口同比或在0%-2%左右

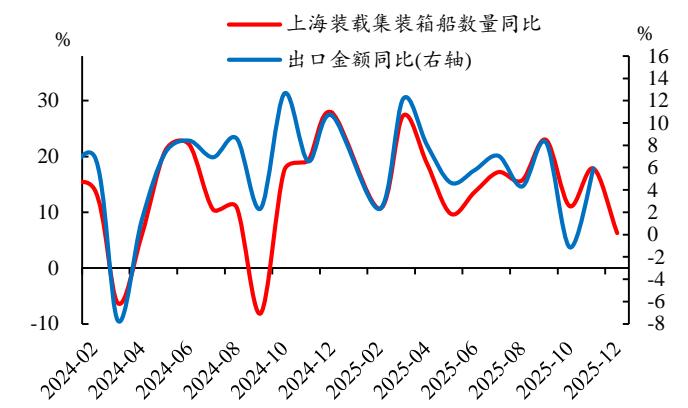
多指标模型指向12月前14日出口同比在2.1%左右，上海装载集装箱船数量同比指向12月前14日出口同比在0%左右。

图33：多指标模型指向12月前14日出口同比在+2.1%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：上海装载集装箱船数量同比指向11月出口同比在+6%左右

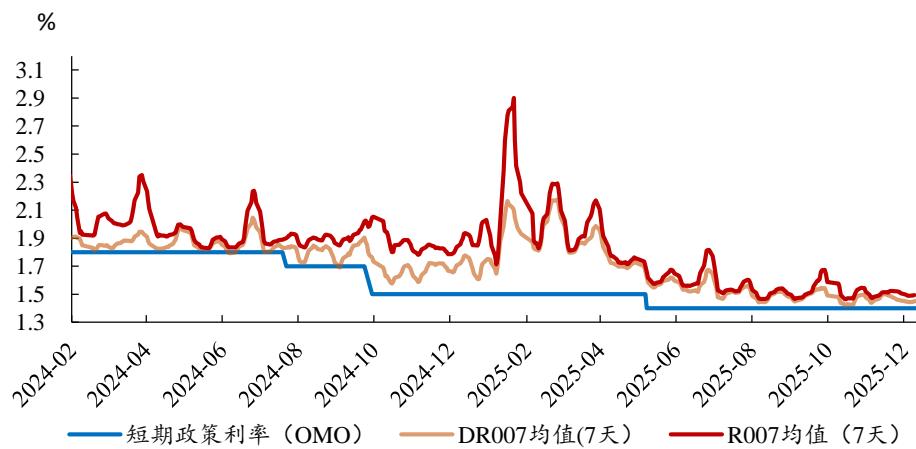


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、流动性：资金利率震荡运行，逆回购以净回笼为主

最近两周（11月15日至11月28日），资金利率震荡运行，截至12月15日，R007为1.51%，DR007为1.44%。DR007近7天中枢为1.45%，接近12月均值。

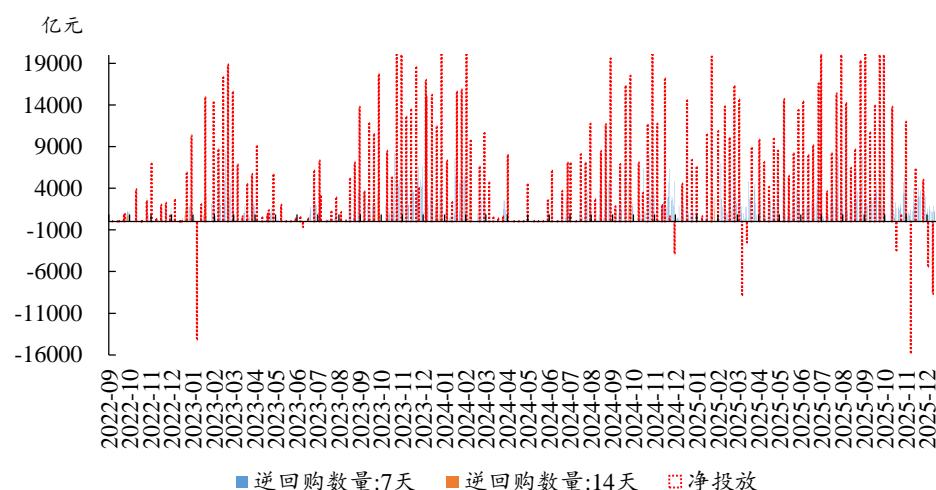
图35：最近两周资金利率震荡运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

最近两周（11月15日至11月28日），央行逆回购以净回笼为主。最近两周央行实现货币净回笼14134亿元。

图36：最近两周央行逆回购以净回笼为主



6、风险提示

大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn