

2025 年 09 月 15 日

供给偏强，需求略弱

宏观研究团队

——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：建筑开工转暖，工业开工偏强，需求略弱

1.建筑开工：开工率仍处季节性低位，但整体边际转暖。最近两周（8月31日至9月13日），石油沥青装置开工率、水泥发运率、磨机运转率仍位于同期历史中低位，但环比均回升。基建项目水泥直供量有所回升，房建水泥用量稳中有升，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。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位。化工链中PX开工率维持历史中高位，PTA开工率维持历史中低位，汽车半钢胎开工率低于2024年同期，焦化企业开工率回升至历史中高位。

3.需求端，建筑需求仍弱，汽车销量同比有所回落。最近两周，建筑需求同比仍为负，螺纹钢、线材、建材表观需求处于历史低位。汽车销售同比有所回落，中国轻纺城成交量仍处历史中低位，主要家电线上、线下销售表现均走弱。

● 商品价格：金价大幅上行，国内工业品价格震荡运行

1.国际大宗商品：原油价格震荡偏弱运行，铜铝价格震荡上行，黄金价格大幅上行。

2.国内工业品：需求侧支撑有限，价格整体震荡运行。需求侧支撑有限而反内卷交易暂缓，国内定价工业品整体震荡偏弱运行，南华综合指数震荡运行。细分品种下，黑色中铁矿石价格震荡回升，螺纹钢价格震荡运行；焦炭价格有所回落，化工链产品震荡分化运行，建材中沥青、水泥、玻璃价格均回落。

● 地产：政策进一步放宽，短期提振交易市场

1.新建房：成交同比由负转正。最近两周（9月1日至9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23%，从季节性上看弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-26%、+3%，同比由负转正。一线城市成交面积亦转暖，较2023、2024年分别变动+6%、+4%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置在2024年末上升至历史高位，2025年一季度以来回落至历史较低位置，近期一线城市地产政策进一步放松，短期提振地产交易市场。

2.二手房：成交量边际转暖。价格方面，截至9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（9月1日至9月14日），北京、上海、深圳二手房成交边际转暖，较2024年同期分别同比-2%、+26%、+23%。

● 出口：9月前14日出口同比或在+4%左右

新模型下，9月前14日出口同比+4.1%左右，不考虑模型的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+4%左右。港口高频数据指向出口仍为正增，合理解释或为：美国关税落地执行后，对中国与其他地区仍存在关税差，且转口关税执行难度较大，仍存在部分转口需求。

● 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

《8月金融数据背后的基数和结构性效应—宏观经济点评》-2025.9.13

《美联储或将开启连续降息——美国8月CPI点评》-2025.9.12

《PPI同比增速回升或因输入性与地产链基数回落—宏观经济点评》-2025.9.10

目 录

1、 供需：建筑开工转暖，工业开工偏强，需求略弱.....	4
1.1、 建筑开工：开工率仍处季节性低位，但整体边际转暖.....	4
1.2、 工业生产：整体景气度仍处于历史中高位.....	5
1.3、 需求：建筑需求仍弱，汽车销量同比有所回落.....	6
2、 价格：金价大幅上行，国内工业品价格震荡运行.....	8
2.1、 国际大宗商品：黄金价格大幅上行.....	8
2.2、 国内工业品：需求侧支撑有限，价格整体震荡运行.....	8
2.3、 食品：农产品震荡上行，猪肉震荡下行.....	10
3、 地产成交：政策进一步放宽，短期提振交易市场.....	10
3.1、 新建房：成交同比由负转正.....	10
3.2、 二手房：成交量边际转暖.....	11
4、 出口：9月前14日出口同比或在+4%左右.....	11
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.....	13

图表目录

图 1： 石油沥青装置开工率、水泥发运率、磨机运转率季节性位置仍位于历史中低位.....	4
图 2： 石油沥青装置开工率环比回升.....	4
图 3： 磨机运转率环比略升.....	4
图 4： 基建水泥直供量有所回升.....	4
图 5： 房建水泥用量稳中有升.....	4
图 6： 工业开工整体景气度仍处于历史中高位，汽车钢胎开工率同比较 2024 年同期回落.....	5
图 7： 最近两周 PX 开工率处于同期历史中高位.....	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 2024 年同期.....	6
图 10： 焦化企业开工率回升至历史中高位.....	6
图 11： 建筑需求弱于历史同期.....	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有所回落.....	7
图 14： 最近两周中国轻纺城成交量仍处历史中低位.....	7
图 15： 主要家电线上销售走弱.....	7
图 16： 主要家电线下销售表现偏弱.....	7
图 17： 最近两周原油价格震荡偏弱运行.....	8
图 18： 最近两周黄金价格大幅上行.....	8
图 19： 最近两周南华综合指数震荡运行.....	8
图 20： 最近两周南华金属指数有所回落.....	8
图 21： 最近两周铁矿石价格震荡回升.....	9
图 22： 最近两周焦炭价格有所回落.....	9
图 23： 最近两周聚氯乙烯价格有所回落.....	9
图 24： 最近两周涤纶长丝价格有所回升.....	9
图 25： 最近两周水泥价格有所回落.....	9

图 26: 最近两周浮法玻璃价格有所回落	9
图 27: 近两周农产品价格震荡上行	10
图 28: 近两周猪肉价格震荡下行	10
图 29: 最近两周新建住房成交面积同比由负转正	10
图 30: 一线城市新建住房成交同比由负转正	10
图 31: 截至 9 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降幅收窄	11
图 33: 多指标模型指向 9 月前 14 日出口同比在+4.1%左右	11
图 34: 上海装载集装箱船数量同比指向 9 月前 14 日出口同比在+4%左右	11
图 35: 最近两周资金利率震荡下行	12
图 36: 最近两周央行逆回购以净回笼为主	12

1、供需：建筑开工转暖，工业开工偏强，需求略弱

1.1、建筑开工：开工率仍处季节性低位，但整体边际转暖

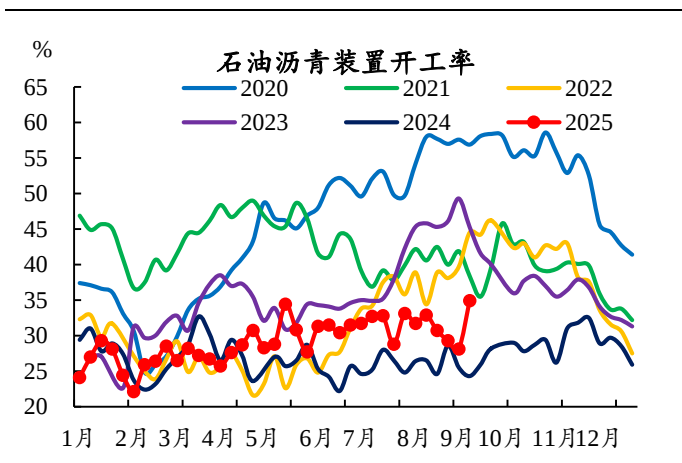
最近两周（8月31日至9月13日），石油沥青装置开工率、水泥发运率、磨机运转率仍位于同期历史中低位，但环比均回升。基建项目水泥直供量有所回升，房建水泥用量稳中有升，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

图1：石油沥青装置开工率、水泥发运率、磨机运转率季节性位置仍位于历史中低位

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	34.9	10.6	-10.4	33.3
磨机运转率	37.4	-6.4	-13.3	16.6
水泥发运率	39.9	4.6	-8.4	33.3
水泥熟料产能利用率	55.7	1.0	3.4	66.6
建筑工地资金到位率	59.2	-3.1	—	—

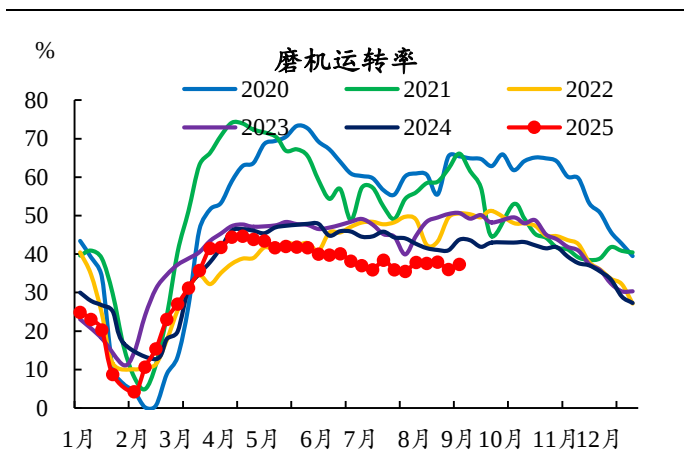
数据来源：Wind、百年建筑、开源证券研究所

图2：石油沥青装置开工率环比回升



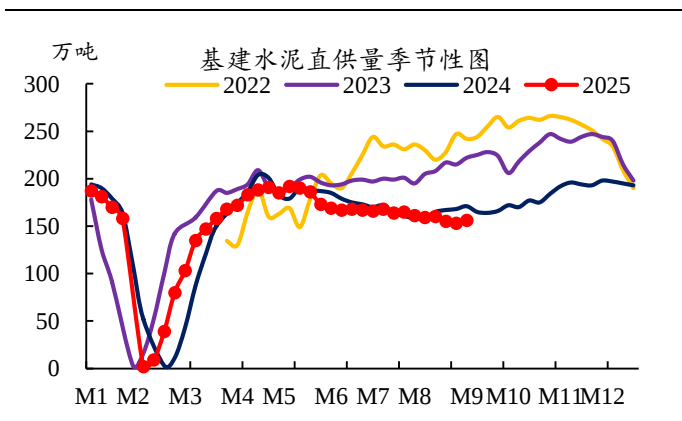
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：磨机运转率环比略升



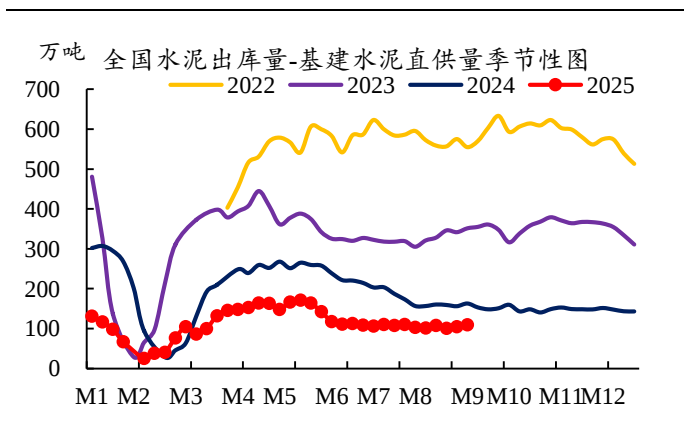
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：基建水泥直供量有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：房建水泥用量稳中有升



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

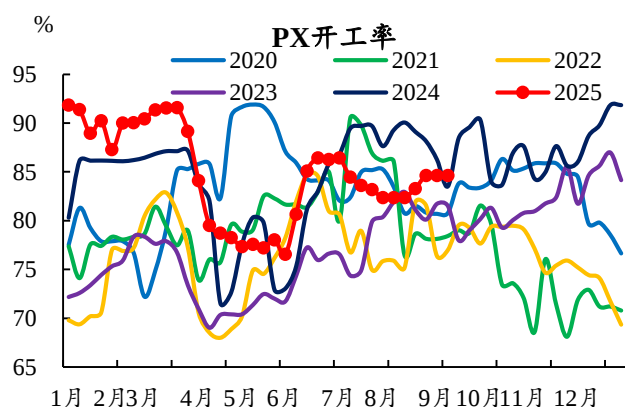
最近两周（8月31日至9月13日），工业开工整体景气度仍处于历史中高位。化工链中PX开工率维持历史中高位，PTA开工率维持历史中低位，汽车半钢胎开工率低于2024年同期，焦化企业开工率回升至历史中高位。

图6：工业开工整体景气度仍处于历史中高位，汽车钢胎开工率同比较2024年同期回落

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	84.6	-3.5	4.5	66.6
PTA开工率	74.5	-9.2	-6.6	33.3
聚酯切片开工率	76.5	-4.9	-5.4	16.6
涤纶长丝开工率	91.4	2.8	5.4	66.6
涤纶短纤开工率	86.5	16.4	5.4	83.3
汽车全钢胎开工率	63.8	5.0	-0.9	66.6
汽车半钢胎开工率	72.8	-6.2	0.6	66.6
高炉开工率	83.2	4.4	-0.9	66.6
焦化企业开工率	68.4	-1.7	-2.7	16.6

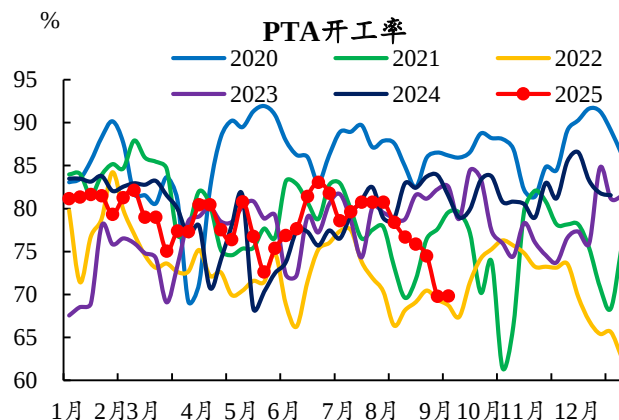
数据来源：Wind、百年建筑、开源证券研究所

图7：最近两周PX开工率处于同期历史中高位

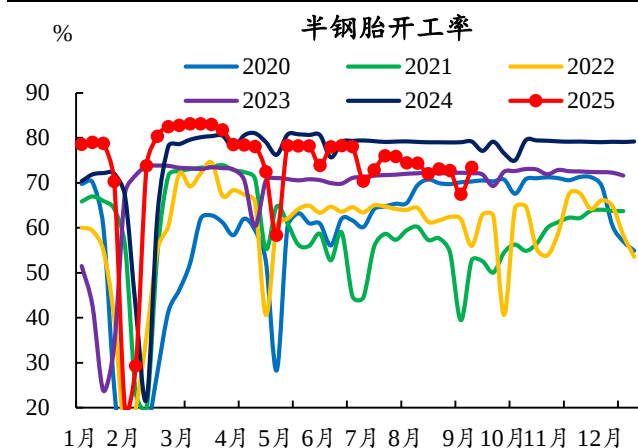


数据来源：Wind、开源证券研究所

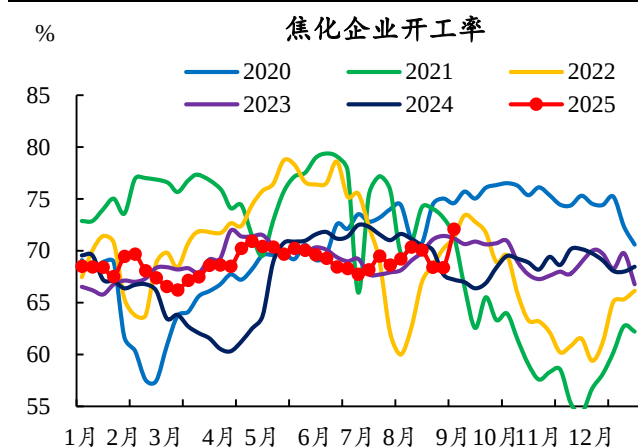
图8：最近两周PTA开工率处于同期历史中低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：汽车半钢胎开工率低于 2024 年同期


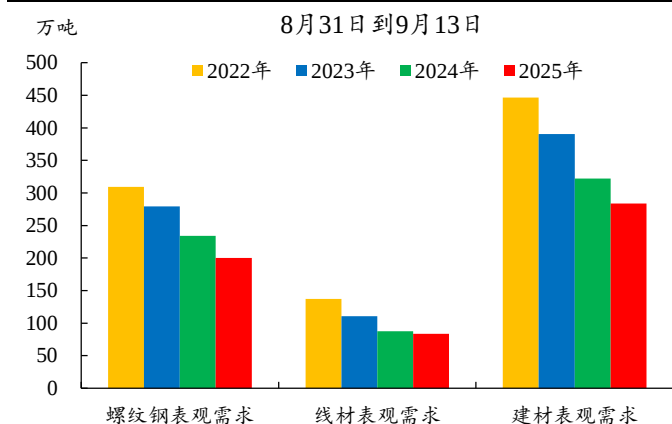
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：焦化企业开工率回升至历史中高位


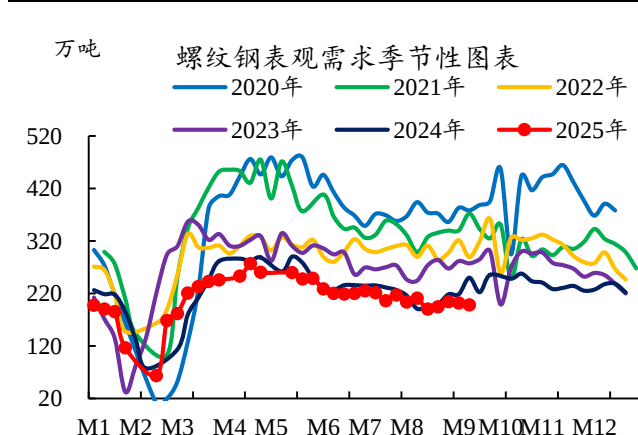
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、需求：建筑需求仍弱，汽车销量同比有所回落

建筑需求同比仍为负，最近两周(8月31日至9月13日)，建筑需求同比仍为负，螺纹钢、线材、建材表观需求均保持历史低位。

图11：建筑需求弱于历史同期


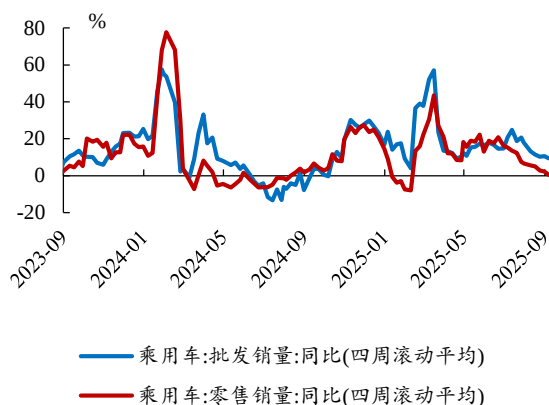
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2022-2024 年同期当周日期稍有出入

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

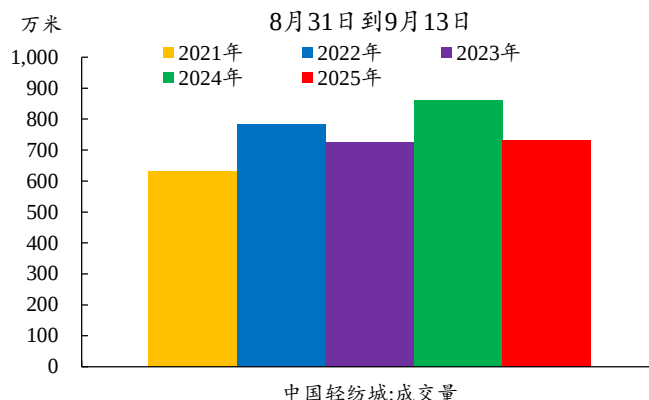
汽车销量同比有所回落。最近两周（8月31日至9月13日），乘用车四周滚动销量同比有所回落。中国轻纺城成交量仍处历史中低位。

图13: 乘用车四周滚动销量同比有所回落



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中低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

家电销售走弱。主要家电线上线下销售均走弱

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	104.9	-42.5	-31.8
冰箱线上销售额指数	107.3	-33.1	-2.3
冰柜线上销售额指数	93.5	-3.0	-13.1
空调线上销售额指数	71.1	-33.1	60.0
洗衣机线上销售额指数	130.1	-1.8	19.6

数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 主要家电线下销售表现偏弱

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	26.4	-39.1	-64.9
冰箱线下销售额指数	25.0	-48.3	-64.2
冰柜线下销售额指数	43.5	-26.8	-58.9
空调线下销售额指数	16.4	-39.2	-53.2
洗衣机线下销售额指数	19.6	-36.4	-72.9

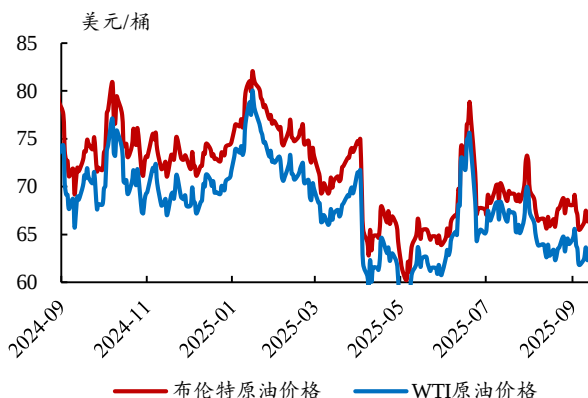
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、价格：金价大幅上行，国内工业品价格震荡运行

2.1、国际大宗商品：黄金价格大幅上行

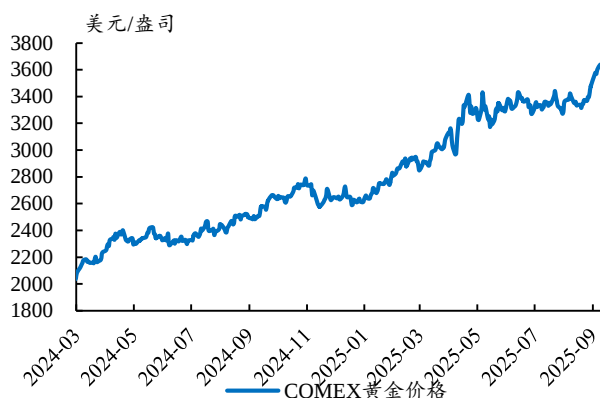
最近两周（8月30日至9月12日），原油价格震荡偏弱运行，铜铝价格震荡上行，黄金价格大幅上行。

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：最近两周黄金价格大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、国内工业品：需求侧支撑有限，价格整体震荡运行

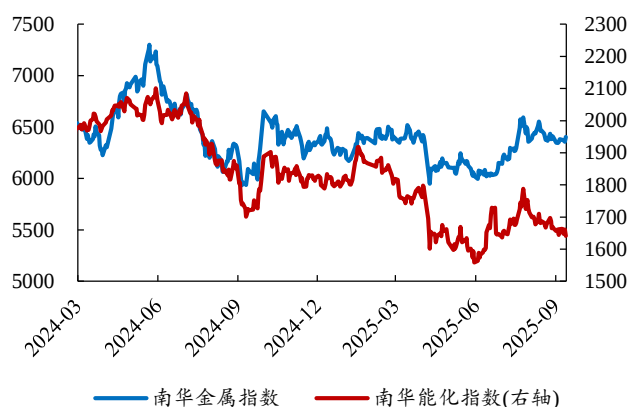
最近两周（8月30日至9月12日），需求侧支撑有限而反内卷交易暂缓，国内定价工业品整体震荡偏弱运行，南华综合指数震荡运行。细分品种下，黑色中铁矿石价格震荡回升，螺纹钢价格震荡运行；焦炭价格有所回落，化工链产品震荡分化运行，建材中沥青、水泥、玻璃价格均回落。

图19：最近两周南华综合指数震荡运行



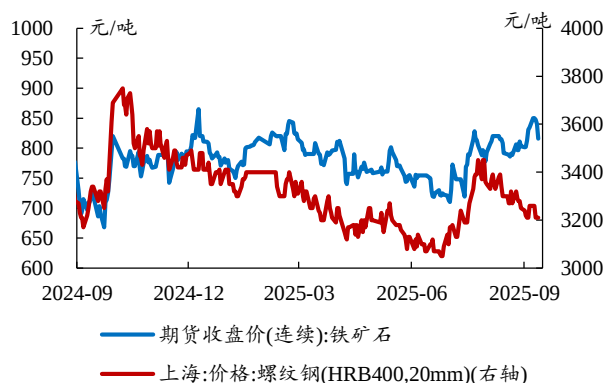
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：最近两周南华金属指数有所回落



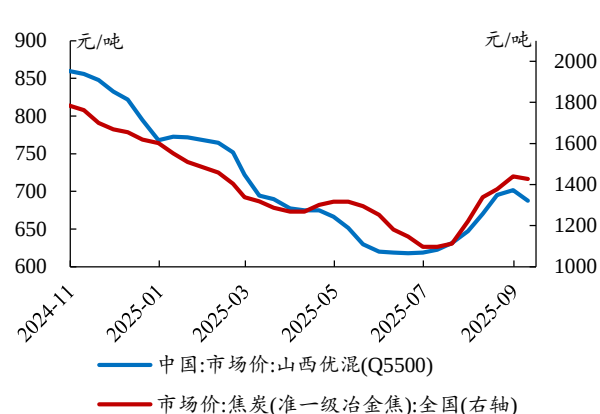
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：最近两周铁矿石价格震荡回升



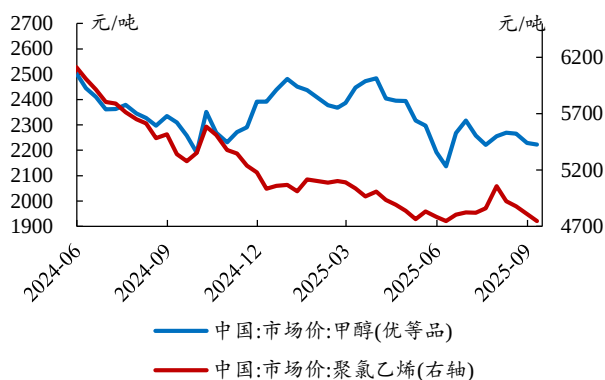
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：最近两周焦炭价格有所回落



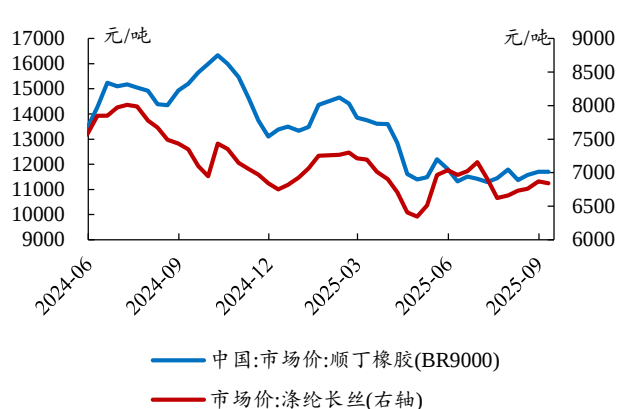
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：最近两周聚氯乙烯价格有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：最近两周涤纶长丝价格有所回升



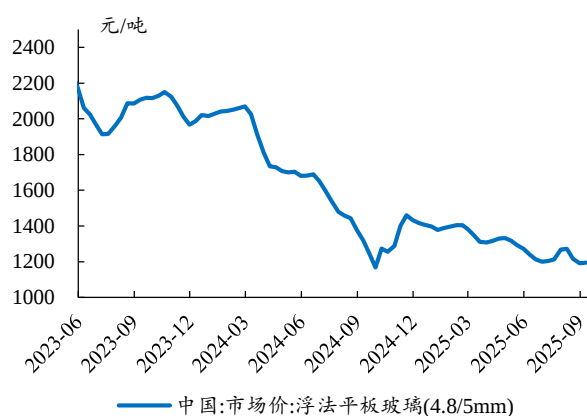
数据来源：Wind、开源证券研究所

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：最近两周浮法玻璃价格有所回落

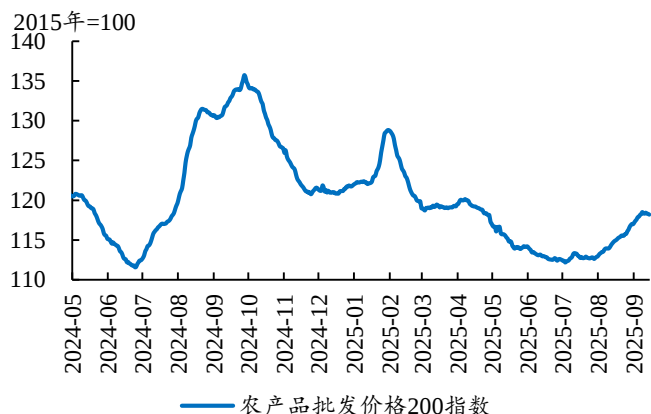


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、食品：农产品震荡上行，猪肉震荡下行

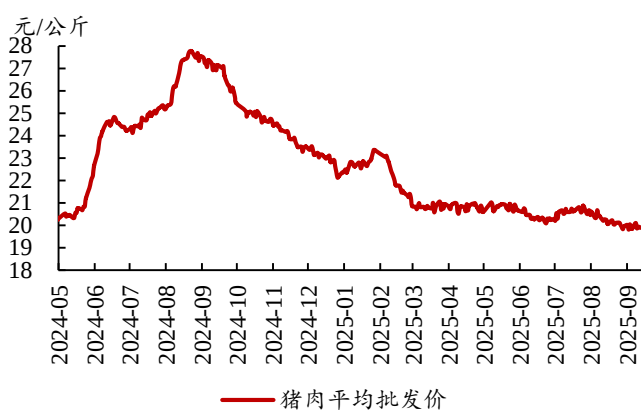
最近两周（8月31日至9月13日），农产品价格震荡上行，猪肉价格震荡下行。

图27：近两周农产品价格震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：近两周猪肉价格震荡下行



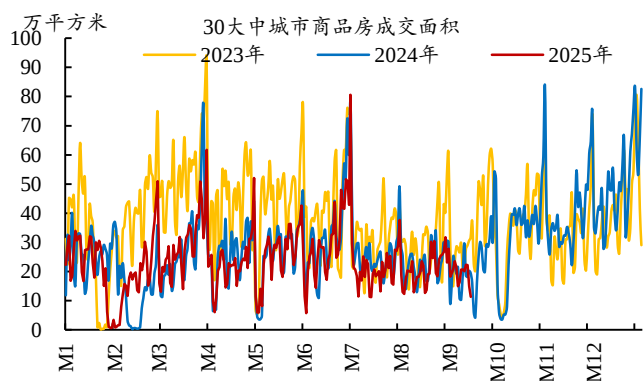
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、地产成交：政策进一步放宽，短期提振交易市场

3.1、新建房：成交同比由负转正

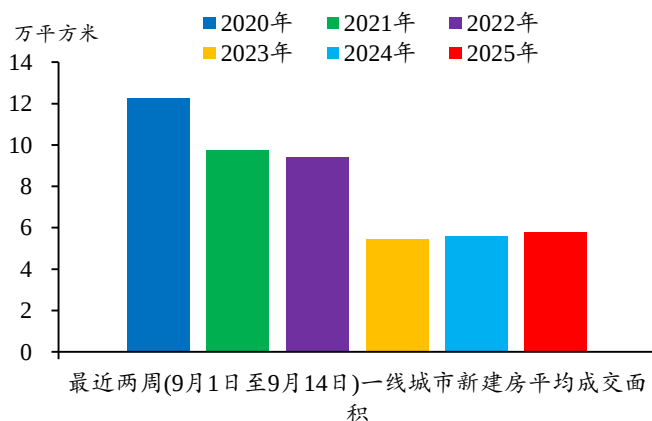
最近两周（9月1日至9月14日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落23%，从季节性上看弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-26%、+3%，同比由负转正。一线城市成交面积亦转暖，较2023、2024年分别变动+6%、+4%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置在2024年末上升至历史高位，2025年一季度以来回落至历史较低位置，近期一线城市地产政策进一步放松，短期提振地产交易市场。

图29：最近两周新建住房成交面积同比由负转正



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由负转正

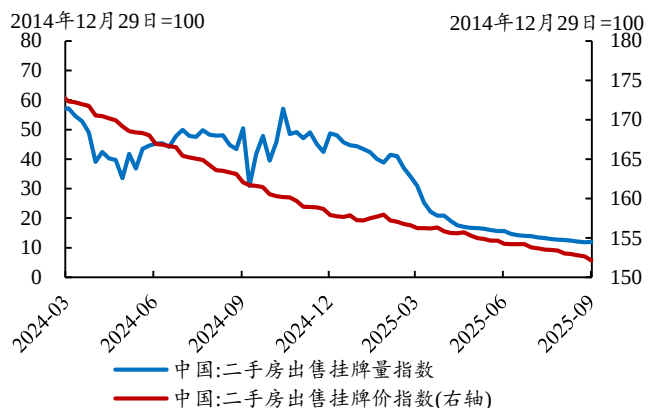


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、二手房：成交量边际转暖

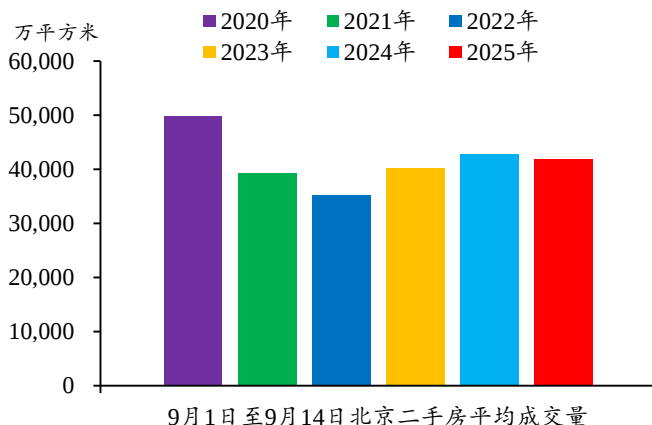
价格方面，截至9月1日，二手房出售挂牌价指数环比延续回落；成交量方面，最近两周(9月1日至9月14日)，北京、上海、深圳二手房成交边际转暖，较2024年同期分别同比-2%、+26%、+23%。

图31：截至9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降幅收窄

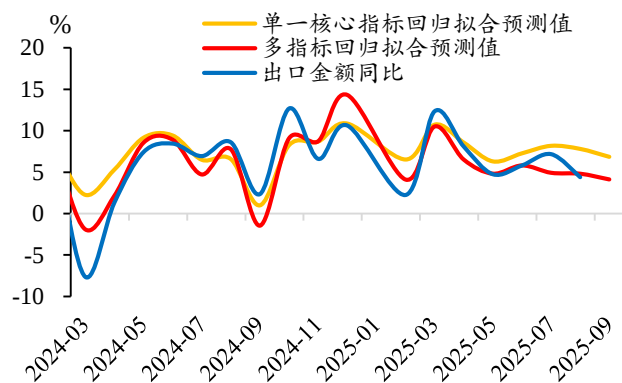


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、出口：9月前14日出口同比或在+4%左右

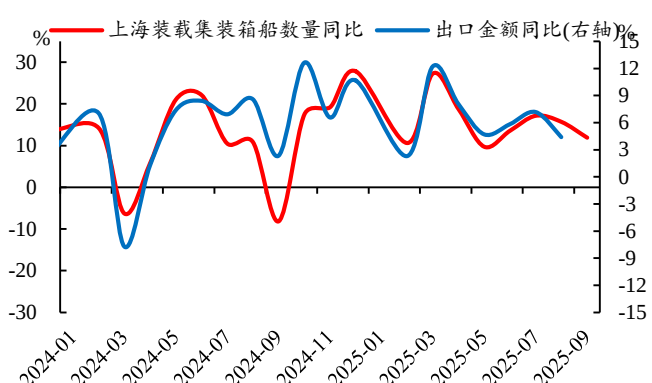
新模型下，9月前14日出口同比+4.1%左右，不考虑模型的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+4%左右。港口高频数据指向出口仍为正增，合理解释或为：美国关税落地执行后，对中国与其他地区仍存在关税差，且转口关税执行难度较大，仍存在部分转口需求。

图33：多指标模型指向9月前14日出口同比在+4.1%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9月前14日出口同比在+4%左右

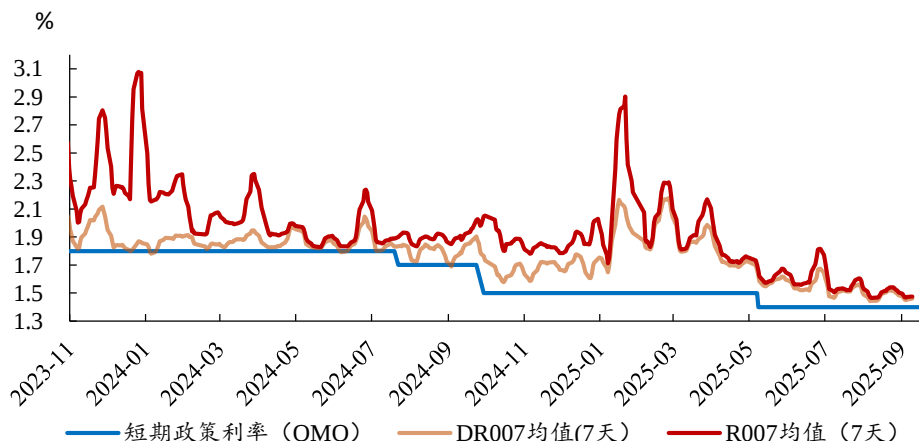


数据来源：Wind、开源证券研究所

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（9月1日至9月14日），资金利率震荡运行，截至9月14日，R007为1.47%，DR007为1.46%。DR007近7天中枢为1.46%，低于8月均值。

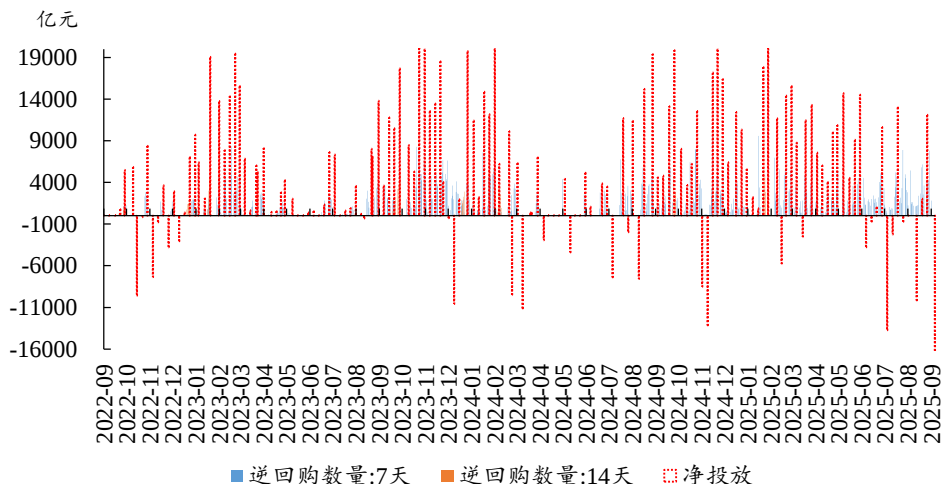
图35：最近两周资金利率震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

最近两周（9月1日至9月14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24315亿元。

图36：最近两周央行逆回购以净回笼为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

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方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