



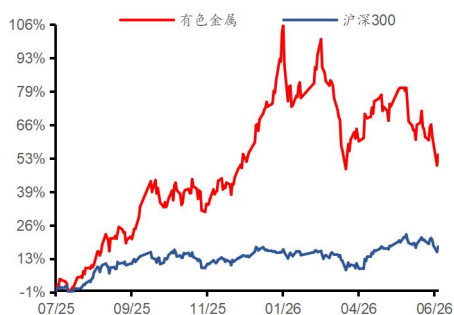
上海证券
SHANGHAI SECURITIES

增持（维持）

行业： 有色金属
日期： 2026年07月20日

分析师： 袁威津
Tel: 021-53686157
E-mail: yuanweijin@shzq.com
SAC 编号: S0870520020001

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

黄金长期逻辑未变 短期筑底机会渐近

——有色金属行业周报

■ 主要观点

地缘政治因素持续推动黄金需求。尤其俄乌冲突爆发后，美欧冻结了俄罗斯约3000亿美元的外汇储备，这一事件暴露了美元资产的政治风险。作为风险缓冲，黄金资产配置上升为保障本国金融安全的长期国家战略。增持黄金、调整金融资产仓储布局，已经和“去美元化”、储备资产多元化深度绑定，成为各国长期金融顶层战略。

全球黄金占外汇储备比例持续提升。根据国际货币基金组织截至2025年9月30日的汇总数据，全球黄金占外汇储备比例为24.17%，其中发达经济体和新兴市场及发展中经济体的占比分别为31.60%和14.56%。数据显示新兴市场及发展中经济体的黄金持有量仍有较大提升空间。

美联储加息会影响金价短期波动，但不一定改变趋势。今年以来，能源大宗商品价格波动及美联储加息预期等因素压制了黄金价格。但复盘2022年至2023年的美联储加息周期，金价在同期依旧处于上行通道，尤其在2022年12月加息力度从75bp调整为50bp之后。我们认为，黄金价格自今年2月份以来已经逐步反映美联储加息预期，后续影响有望逐步弱化。

中东地区冲突引发高油价使国家央行不得不抛售黄金储备，以筹资应对本国货币贬值压力与采购高价格能源。根据现有公开数据，一季度最大的官方黄金卖家是土耳其央行。土耳其央行公布的周度数据显示，3月13日当周起，土耳其央行连续三周减持黄金储备，总计减持126.4吨黄金。其中，超过一半通过“黄金换外汇”的掉期交易完成。我们认为，随着原油等大宗能源价格的回落，土耳其的黄金抛售压力逐步消减。

■ 投资建议

黄金价格直接影响金矿企业盈利弹性，产业相关公司包括山东黄金、招金矿业、紫金黄金国际、西部黄金、四川黄金、赤峰黄金、山金国际、湖南黄金。

■ 风险提示

美联储持续加息，美元指数走势强劲；地缘局势持续紧张导致能源大宗商品价格大幅反弹；部分国家央行的黄金抛售影响市场供给。

目 录

1 黄金长期逻辑未变 短期筑底机会渐近	3
1.1 地缘政治因素持续推动黄金需求	3
1.2 加息预期影响已现，黄金抛压逐步缓解	5
2 投资建议	6
3 风险提示:	6

图

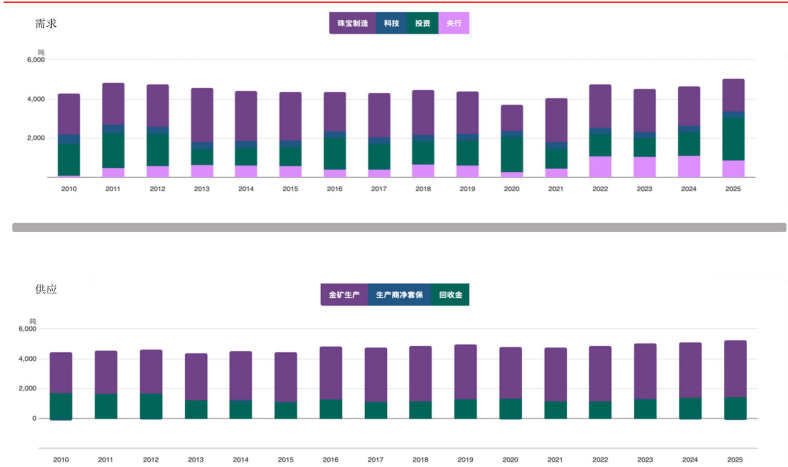
图 1 黄金需求与供应情况	3
图 2 全球央行季度净购金（吨）	3
图 3 全球已分配外汇(美元)份额（%）	4
图 4 新兴市场黄金储备占比仍远低于发达经济体	4
图 5 中国央行月度净购金（吨）	5
图 6 地缘冲突事件、美联储利率变化时点与金价（元/g）	5
图 7 土耳其央行当月黄金储备量（吨）	6
图 8 ICE 布油价格（美元/桶）	6

1 黄金长期逻辑未变 短期筑底机会渐近

1.1 地缘政治因素持续推动黄金需求

黄金需求中，投资和央行购金需求持续提升。2023-2025 年黄金供应(金矿生产+回收金+生产商净套保)分别为 5013.1 吨、5054.0 吨、5143.8 吨。从需求端看，同期总需求（珠宝制造+科技+投资+央行）分别为 4524.6 吨、4650.8 吨、5025.1 吨。需求端中，投资和央行合计购金的需求占比逐年提升，分别为 44.5%、49.4%、60.8%。

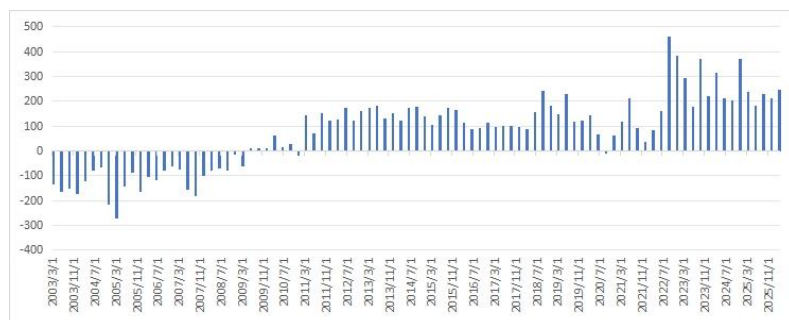
图 1 黄金需求与供应情况



资料来源：世界黄金协会，上海证券研究所

地缘政治因素持续推动黄金需求。2008 年金融危机、2010 年希腊主权债务危机以及 2022 年俄乌冲突成为了全球央行购金的重要转折点。尤其俄乌冲突爆发后，美欧冻结了俄罗斯约 3000 亿美元的外汇储备，这一事件暴露了美元资产的政治风险。作为风险缓冲，黄金资产配置上升为保障本国金融安全的长期国家战略。增持黄金、调整金融资产仓储布局，已经和“去美元化”、储备资产多元化深度绑定，成为各国长期金融顶层战略。

图 2 全球央行季度净购金（吨）



资料来源：wind，上海证券研究所

美元在全球外汇储备中占比下降。全球经济的不确定性，包括预期的利率政策变化及财政动态，特别是围绕美国预算程序的不确定性，进一步增强黄金作为避险资产的吸引力。在去美元化的背景下，新兴市场央行可能会进一步增加黄金储备，且投资者在全球动荡中对黄金作为避险资产的作用持看涨态度。

图 3 全球已分配外汇(美元)份额 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

全球黄金占外汇储备比例持续提升。根据国际货币基金组织截至 2025 年 9 月 30 日的汇总数据，全球黄金占外汇储备比例为 24.17%，其中发达经济体和新兴市场及发展中经济体的占比分别为 31.60%和 14.56%。数据显示新兴市场及发展中经济体的黄金持有量仍有较大提升空间。

图 4 新兴市场黄金储备占比仍远低于发达经济体



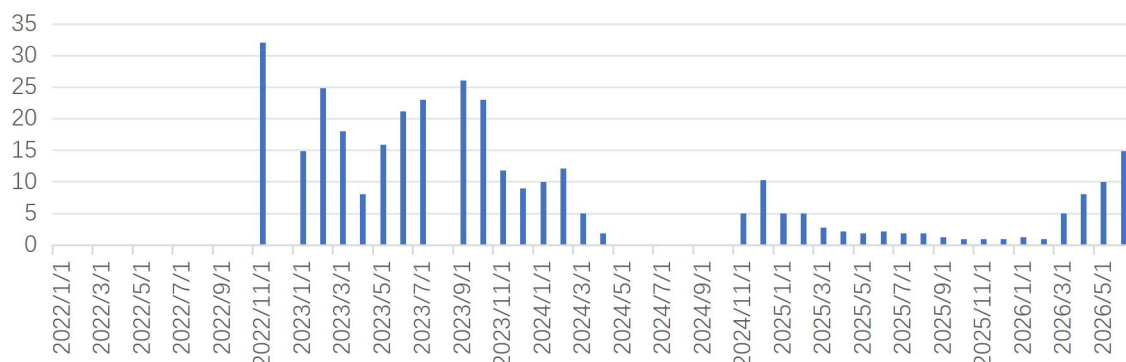
资料来源: 世界黄金协会, 上海证券研究所

中国央行对黄金储备态度积极。根据 wind 数据，中国央行已经连续 20 个月净购金。其中，2026 年一季度和二季度分别净购入黄金 7.15 吨和 32.97 吨。根据世界黄金协会披露，2026 年 4 月，中国央行持有黄金 2321.5 吨，总储备量占全球第六位。

另外，2026 年 7 月 7 日，香港特区政府财经事务及库务局宣布香港黄金中央清算及结算系统正式开展试营运。与此同时，港交所正在探索开发全新的人民币黄金期货合约，上海黄金交易所

将为该合约提供实物交割支援。我们认为，港交所黄金期货交易丰富了离岸人民币应用场景，对人民币国际化具有重要意义。

图 5 中国央行月度净购金（吨）



资料来源: wind, 上海证券研究所

1.2 加息预期影响已现，黄金抛压逐步缓解

美联储加息会影响金价短期波动，但不一定改变趋势。今年以来，能源大宗商品价格波动及美联储加息预期等因素压制了黄金价格。但复盘 2022 年至 2023 年的美联储加息周期，金价在同期依旧处于上行通道，尤其在 2022 年 12 月加息力度从 75bp 调整为 50bp 之后。我们认为，黄金价格自今年 2 月份以来已经逐步反映美联储加息预期，后续影响有望逐步弱化。

图 6 地缘冲突事件、美联储利率变化时点与金价（元/g）



资料来源: wind, 上海证券研究所

中东地区冲突引发高油价使国家央行不得不抛售黄金储备，以筹资应对本国货币贬值压力与采购高价格能源。根据现有公开数据，一季度最大的官方黄金卖家是土耳其央行。土耳其央行公布的周度数据显示，3 月 13 日当周起，土耳其央行连续三周减持黄金储备，总计减持 126.4 吨黄金。其中，超过一半通过“黄金

换外汇”的掉期交易完成。我们认为，随着原油等大宗能源价格的回落，土耳其的黄金抛售压力逐步消减。

图 7 土耳其央行当月黄金储备量（吨）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 8 ICE 布油价格（美元/桶）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 投资建议

黄金价格直接影响金矿企业盈利弹性，产业相关公司包括山东黄金、招金矿业、紫金黄金国际、西部黄金、四川黄金、赤峰黄金、山金国际、湖南黄金。

3 风险提示:

美联储持续加息，美元指数走势强劲；地缘局势持续紧张导致能源大宗商品价格大幅反弹；部分国家央行的黄金抛售影响市场供给。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数	20%以上
增持	股价表现将强于基准指数	5-20%
中性	股价表现将介于基准指数	±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数	5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于	同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与	同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于	同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。