仅供内部参考，请勿外传

2026 年 9 月 8 日

2026Q2 黄金总需求同比减少 14%至 941.8 吨，投资需求及珠宝需求减少量构成主要拖累

有色金属

►供给：2026Q2 总供应量同比持平至 1268.9 吨

2026Q2 黄金总供应量为 1,269 吨，同比持平，环比增长 1%。矿产金产量 966 吨，同比增长 2%，环比增长 7%，创自 2000 年以来的第二季度历史新高；这一增长几乎完全被回收金同比下降 6%至 326 吨抵消。据世界黄金协会估计，生产商未平仓套期保值总规模下降，使本季度总供应量减少 23 吨；拥有套保头寸的黄金公司履行承诺或重组持仓。2026 年上半年矿产金产量创纪录，达到 1,867 吨，较 2025 年上半年的 1,808 吨，同比增长 3%，是最高的上半年矿产金产量。

►需求：2026Q2 黄金需求（不考虑 OTC 及其他）941.8 吨，同比减少 14%

2026Q2 不考虑 OTC 及其他，黄金总需求同比减少 14%至 941.8 吨，环比减少 7%。其中金饰制造 310.3 吨，同比减少 12%，环比减少 7%；投资需求 262.2 吨，同比减少 46%，环比减少 51%；央行购金 288.9 吨，同比增长 62%，环比增长 411%；科技/工业用金 80.4 吨，同比增长 2%，环比减少 2%。

珠宝：第二季度全球珠宝制造 310 吨，同比下降 12.0%，环比下降 7%。其中珠宝消费 278 吨，同比下降 17%，环比下降 5%；珠宝库存 32 吨，同比增长 70%，环比下降 15%。高价继续限制支付能力，并促使消费者降低购买克重。疲弱态势广泛存在，中国和印度再次占据降幅的大部分。中国：第二季度中国黄金珠宝需求进一步走弱，同比下降 28%至 50 吨，环比下降 42%，为 2004 年以来最低的第二季度水平。需求下降部分具有季节性，因为第二季度通常是珠宝购买淡季；但这也反映了年初以来持续压制市场的因素：消费者信心脆弱，以及高位且波动的金价形成抑制。印度：第二季度印度珠宝需求同比下降 15%至 75 吨，环比增长 14%，是疫情以来最低的第二季度水平；但较疲弱的第一季度环比改善 14%。上半年需求同比下降 17%至 141 吨，而需求价值同比增长 26%至 210 亿美元。

投资：2026Q2 不含场外交易的投资需求降至 262 吨，同比下降 46.1%，环比下降 51.4%。下降的主要原因是 ETF 由上年同期流入转为适度流出，而金条和金币购买量总体稳定。在金价从历史高位回调并削弱短期价格预期后，投资动能由前两个季度的异常强劲转弱。1）ETFs：在 6 月大规模抛售影响下，实物支持的黄金 ETF 于第二季度逆转走势。全球持仓在季度内下降 45 吨，使上半年增量降至 18 吨。季度逆转集中在 6 月，当月全球投资者减持 74 吨。2）金条和金币：2026Q2 全球金条和金币投资需求为 307 吨，同比下降约 3%，整体与上年同期基本持平；环比则下降约 36%，主要由于 2026Q1 异常强劲的

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶
邮箱：yanrong@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100004

分析师：陈宇文
邮箱：chenyw@hx168.com.cn
SAC NO：S1120525070003

仅供内部参考，请勿外传

477 吨高基数，二季度需求回归长期正常水平。即便如此，上半年 784 吨的需求仍是有记录以来最强劲的上半年表现之一。第二季度需求回到与长期趋势一致的水平：从 2020 年第四季度至 2025 年第三季度，五年期间的季度平均金条和金币购买量为 305 吨。

央行：2026Q2 央行净黄金需求显著回升，达到 289 吨，同比增长 62%，环比增长 411%，并创下第二季度历史新高。环比大幅增长主要与 2026Q1 基数异常偏低有关。波兰和中国继续增持，其他一些熟悉的买家也进一步购买，共同支撑了第二季度的正向总量。与第一季度相比，黄金出售也有所放缓。波兰国家银行是最大买家，本季度增持 51 吨，使其黄金储备截至 6 月底达到 632 吨。波兰上半年购金量由此升至 82 吨，继续巩固其年内最大买家的地位，并进一步接近 700 吨目标。中国人民银行第二季度再增持 33 吨，为 2023 年第四季度 44 吨以来最大季度增量。上半年增加 40 吨，使中国人民银行已报告黄金持有量达到 2,346 吨。尽管中国月度增持规模较早期积累阶段温和，持续购买仍凸显其黄金计划的战略属性。第一季度最大的卖家土耳其央行在第二季度仅小幅出售 4 吨，并将未到期掉期规模从最高超过 80 吨降至 6 月底约 60 吨。俄罗斯央行是第二季度最大卖家，减持 22 吨。德国联邦银行已报告持有量下降 1 吨，规模较小，与铸币相关的有限交易模式一致。

科技/工业：2026Q2 全球科技/工业领域用金需求为 80.4 吨，同比增长 2%，环比下降 2%。延续 2026Q1 的观察，电子领域用金继续呈现明显的“双速”格局：AI 基础设施投资强劲，抵消了智能手机和笔记本电脑出货疲弱；后者主要受存储器成本飙升影响。高金价也继续加速许多中低端应用的节金和材料替代，进一步压制部分传统消费电子应用。1)电子：二季度电子行业黄金需求 68 吨，同比增长 4%，环比下降 1.4%。AI 基础设施需求仍是高端电子产品的主要增长引擎，许多制造商难以满足近乎无限的需求。全球最大芯片制造商台积电宣布，第二季度净利润增长 77%至 220 亿美元，使其成为亚洲市值最高的公司；同时公司宣布再投入 1,000 亿美元扩建美国生产设施。2)其他工业和牙科：其他工业和装饰应用中的黄金--主要包括镀金制品和珠宝，以及印度传统服饰所用金线--需求下降 7%至 10 吨，原因是持续高企的金价抑制需求。这是该领域连续第九个季度同比下降。随着陶瓷替代材料继续普及，牙科用金也继续下降 6%至 2 吨。

投资建议

中长期看，本轮黄金牛市的核心并非单一降息交易，而是美元信用重估、美国财政约束、央行储备多元化与地缘风险共振。美国国债规模已突破 40 万亿美元，2026 财年前 10 个月财政赤字达到 1.8 万亿美元；同期净利息支出升至 9,630 亿美元，同比增长 14%，约占财政收入的 21.5%，并超过同期 7,630 亿美元的国防支出，债务滚续与付息压力持续削弱市场对美国财政可持续性的信心。财政部长贝森特推动财政部将 10 至 30 年期美债单次回购规模由 20 亿美元提高至至少 40 亿美元，该操作并非量化宽松，但反映美国长债供给压力和市场流动性问题已

仅供内部参考，请勿外传

经引起政策层关注，进一步强化黄金对主权信用和货币风险的对冲价值。地缘方面，美伊与俄乌冲突仍未解决，避险需求与通胀风险同步上升。央行购金趋势亦延续，2026 年二季度全球央行净购金 289 吨，创历史同期新高，表明降低美元资产集中度、提高黄金储备占比仍是长期方向。美元信用弱化、债务扩张、央行购金及地缘风险构成的中长期支撑并未改变。受益于金价上涨，黄金资源股盈利预期增强，目前黄金股估值处于较低水平，关注黄金股配置机会。受益标的：【赤峰黄金】、【山金国际】、【中金黄金】、【山东黄金】、【西部黄金】、【晓程科技】、【株冶集团】、【灵宝黄金】、【万国黄金集团】、【中国黄金国际】。

风险提示

1）美国经济情况超预期变化
2）美联储降息态度再度变化
3）俄乌冲突及中东局势超预期变化

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1. 2026Q2 黄金总需求同比减少 14%至 941.8 吨，投资需求及珠宝需求减少量构成主要拖累 5
1.1. 供应：2026Q2 总供应量同比持平至 1268.9 吨 5
1.2. 需求：2026Q2 黄金需求（不考虑 OTC 及其他）941.8 吨，同比减少 14% 7
1.2.1. 珠宝：高金价继续压制黄金珠宝需求量，2026Q2 珠宝制造需求同比下降 12%至 310 吨 8
1.2.2. 投资：第二季度投资需求（不含场外交易）同比下降 46.1%至 262 吨，其中金条和金币同比下降 3%至 307.1 吨，黄金 ETF 净流出 44.8 吨 11
1.2.3. 央行：第二季度央行购金显著回升至 289 吨，同比增长 62%，环比增长 411% 15
1.2.4. 科技/工业：AI 用金需求强劲抵消了传统消费电子和其他工业用途的疲软，2026Q2 科技/工业领域用金同比增长 2%至 80.4 吨 16
2. 投资建议 18
3. 风险提示 18

图目录

图 1 2020 年-2025 年全球黄金供应（吨） 5
图 2 2020 年-2025 年全球黄金需求（吨） 8

仅供内部参考，请勿外传

1. 2026Q2 黄金总需求同比减少 14%至 941.8 吨，投资需求及珠宝需求减少量构成主要拖累

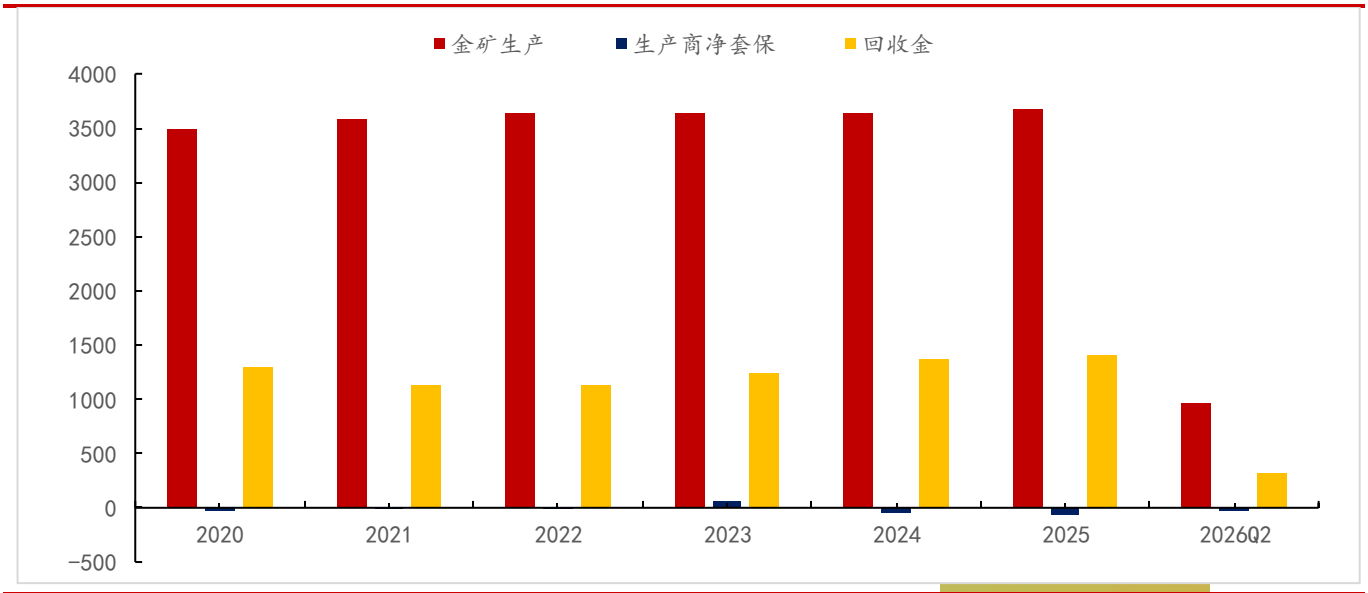
1.1.供应：2026Q2 总供应量同比持平至 1268.9 吨

2026Q2 黄金总供应量为 1,269 吨，同比持平，环比增长 1%。矿产金产量 966 吨，同比增长 2%，环比增长 7%，创自 2000 年以来的第二季度历史新高；这一增长几乎完全被回收金同比下降 6%至 326 吨抵消。

据世界黄金协会估计，生产商未平仓套期保值总规模下降，使本季度总供应量减少 23 吨；拥有套保头寸的黄金公司履行承诺或重组持仓。

2026 年上半年矿产金产量创纪录，达到 1,867 吨，较 2025 年上半年的 1,808 吨，同比增长 3%，是最高的上半年矿产金产量。

图 1 2020 年-2026Q2 全球黄金供应（吨）



资料来源：世界黄金协会，华西证券研究所

矿产金产量：2026Q2 矿产金产量 966 吨，同比增长 2%，受季节性因素影响，产量环比增长 7%。

根据世界黄金协会数据，第二季度产量显著增长的国家包括：

仅供内部参考，请勿外传

加拿大：同比增长 29%。Agnico Eagle 的 Detour Lake 等新建和扩建项目爬坡，推动产量大幅增加。

智利：同比增长 24%。Gold Fields 的 Salares Norte 达到稳定生产，Rio2 的 Fenix 等新投产项目也作出贡献。

布基纳法索：同比增长 17%。多项业务提高选厂处理量，包括 West African Resources 的 Kiaka 和 Orezone Gold 的 Bombore；后者在 2026 年第一季度迎来硬岩生产的首个完整季度。

加纳：同比增长 8%。Newmont 的 Ahafo North 继续爬坡，Asante Gold 的 Bibiani 等多座矿山产量增长。

相比之下，一些国家的矿山受到安全、采矿和地质因素共同影响，第二季度产量下降：

尼加拉瓜：同比下降 33%，主要由于 Equinox Gold 在该国业务产量下降，其产量高度集中于 2026 年第一季度。

墨西哥：同比下降 23%。Newmont 的 Peñasquito 矿因转入第 8 阶段作业并处理低品位堆存矿石，产量下降；预计该矿到 2028 年才会恢复较高品位开采。

美国：同比下降 12%。多座矿山产量下降，包括 Barrick 的 Carlin 矿因开采顺序影响，以及 Kinross 业务因入选品位下降。

中国：同比下降 8%，原因是山东省一座矿山发生致命事故后持续实施安全停产。

根据存在滞后的最新数据，2026Q1 黄金采矿业平均全维持成本创历史新高，环比增长 5%、同比增长 16%至 1,785 美元/盎司，主要受特许权使用费和公司一般及行政费用上升推动。

中东冲突导致能源价格上涨的初步影响已在第一季度部分矿山显现，但预计在 2026 年第二季度及以后影响会更明显。

净生产商套期保值：继第一季度生产商总套保规模下降 22 吨后，2026Q2 继续解除套保，减少约 23 吨。约定价格远低于当前现货价格的旧套保合约，已经影响部分矿山利润率。因此，一些矿业公司重组价外头寸，部分公司将远期销售转换为看跌期权。

Metals Focus 根据新获得的信息，修订了过去五年套期保值对黄金总产量贡献的历史估计。例如，一家澳大利亚私营黄金矿业公司在企业重组期间披露了一笔此前未知的大规模套保头寸。

仅供内部参考，请勿外传

回收供应：第二季度黄金回收量降至 326 吨，同比下降 6%、环比下降 13%，原因是金价从第一季度多次创下的历史新高回落。尽管回收市场环境更为有利——中东冲突造成的干扰缓解，第一季度限制欧洲、以及较小程度上限制北美回收的产能瓶颈也有所缓解——第二季度回收量仍然下降。

从国家和地区数据看，趋势十分明显：第二季度新兴市场回收量大幅下降，而欧洲和北美活动更有韧性。

印度回收量大幅下降，同比下降 17%、环比下降 38%。下降源于金价走低以及换购比例上升，即珠宝买家至少部分通过交回旧首饰来支付新产品。黄金珠宝换购对供应没有净影响，因此不计入回收数据。

中国回收量同比下降 15%、环比下降 19%。珠宝销售新增 7%增值税继续影响市场活动。不过，买家可以通过交回旧金首饰抵消新增增值税的大部分费用。由此形成的购买行为变化，未来可能减少旧金首饰回收，同时增加旧金换新。

中东本季度回收活动下降，同比下降 13%、环比下降 11%。伊朗冲突造成的回收活动干扰在第二季度有所缓解，尤其是在部分商业航空恢复之后。所有国家的回收量均同比和环比下降，说明较低价格影响了整个地区的行为。

欧洲回收活动同比增长 9%，但环比下降 2%。第一季度，旧首饰买家曾受精炼产能和融资限制，因此本季度可能出现一定补偿性增长。过去几年欧洲旧金首饰回收保持强劲，可能与地区经济表现相对疲弱有关。

美国第二季度回收量同比增长 5%、环比增长 3%。与欧洲相似，部分增量可能来自对 2026 年第一季度产能受限的补偿。

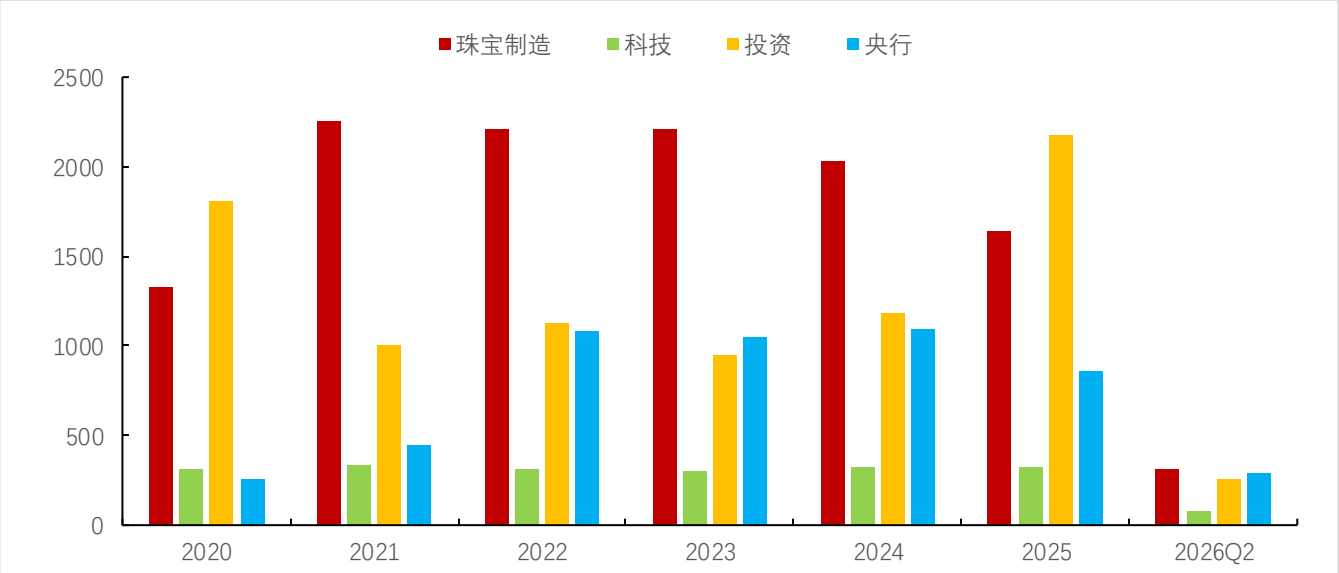
第二季度回收趋势进一步证明，短期、即环比金价变化，比同比比较更重要。2026 年第二季度平均金价环比下降 7%，回收量下降 6%。金价同比上涨 37%，却没有推动回收量同比增加；事实上，回收量同比下降 13%。

能源价格上涨、通胀走高以及失业率上升的一些迹象，尚未引发消费者因经济困境而广泛出售黄金。市场反馈显示，黄金持有人预计价格将回升；在本币疲弱国家，黄金将继续帮助抵御进一步经济动荡。

1.2.需求：2026Q2 黄金需求（不考虑 OTC 及其他）941.8 吨，同比减少 14%

2026Q2，不考虑 OTC 及其他，黄金总需求为 941.8 吨，同比减少 14%，环比减少 7%。

图 2 2020 年-2026Q2 全球黄金需求（吨）



资料来源：世界黄金协会，华西证券研究所

1.2.1.珠宝：高金价继续压制黄金珠宝需求量，2026Q2 珠宝制造需求同比下降 12%至 310 吨

第二季度全球珠宝制造 310 吨，同比下降 12.0%，环比下降 7%。其中珠宝消费 278 吨，同比下降 17%，环比下降 5%；珠宝库存 32 吨，同比增长 70%，环比下降 15%。高价继续限制支付能力，并促使消费者降低购买克重。疲弱态势广泛存在，中国和印度再次占据降幅的大部分。

本季度也进一步凸显了数量与价值的分化：消费者购买的纯金克重减少，但支出远为坚挺。

这种分化在上半年更为显著。2026 年上半年，全球珠宝需求价值升至 860 亿美元，较 2025 年上半年的 710 亿美元同比增长 22%，尽管吨位需求下降。这表明，高价正在压制需求量，但消费者支出依然强劲，尤其是在黄金珠宝仍具有储蓄、赠礼或财富保值功能的市场。

仅供内部参考，请勿外传

消费者继续适应价格环境。轻量化产品在许多市场扩大份额，亚洲部分地区的低K金设计增加。旧金换新仍然重要，尤其在中国和印度，使消费者在保持黄金珠宝敞口的同时改善支付能力。黄金投资产品吸引力上升，也继续对珠宝需求量构成逆风；在溢价较低、某些情况下税收待遇更优惠的市场，金条和金币更具吸引力。

中国：第二季度中国黄金珠宝需求进一步走弱，同比下降 28%至 50 吨，环比下降 42%，为 2004 年以来最低的第二季度水平。需求下降部分具有季节性，因为第二季度通常是珠宝购买淡季；但这也反映了年初以来持续压制市场的因素：消费者信心脆弱，以及高位且波动的金价形成抑制。

上半年需求同比下降 30%至 136 吨，但按价值计的表现明显更积极。尽管纯金克重购买量减少，消费者仍大举购买黄金珠宝：上半年支出同比增长 11%至 210 亿美元。这凸显了黄金珠宝在中国的持续吸引力，即使高价推动消费者转向轻量化产品。

支付能力仍是关键约束。许多消费者延后购买或以旧换新；更重视投资属性的买家则继续偏好溢价更低的金条或金币，而非珠宝，投资产品享有的增值税优惠对此形成助力。这进一步压制了新珠宝需求，并强化了从较重、较传统产品向其他类型迁移的趋势。

第二季度市场分化加深：轻量化硬足金产品在支付能力和设计创新支持下继续表现更好。高端精品文化传承产品领域的竞争也有所加剧，新品牌开始瞄准富裕消费者。

展望未来，包括婚庆和节日消费在内的季节性因素应为下半年提供一定支持。但若金价保持高位，谨慎的消费心态仍可能限制复苏。轻量化、创新和高价值产品的需求预计相对更有韧性。

印度：第二季度印度珠宝需求同比下降 15%至 75 吨，环比增长 14%，是疫情以来最低的第二季度水平；但较疲弱的第一季度环比改善 14%。上半年需求同比下降 17%至 141 吨，而需求价值同比增长 26%至 210 亿美元。

本季度呈现两个截然不同的阶段。4 月的 Akshaya Tritiya 节庆和婚庆购买为珠宝需求提供支撑，金价从此前高点回落也改善了消费者情绪。但从 5 月中旬至 6 月中旬，Adhik Maas、进口税从 6%大幅上调至 15%，以及政府为抑制黄金进口采取的一系列措施--包括莫迪总理直接呼吁避免购买黄金--令市场状况明显恶化。

消费者继续通过产品替代来应对高价。需求日益转向轻量化珠宝；有组织零售商则继续受益于镶嵌珠宝和低K金产品销量增长。这些趋势在大型连锁店中尤其明显，其客户更多集中于城市消费者。

仅供内部参考，请勿外传

有组织零售渠道与传统零售渠道的分化依然存在。大型零售商继续扩充库存和门店网络，而许多独立及中型珠宝商更直接暴露于传统22K珠宝需求疲弱。不过，消费者对黄金珠宝的偏好似乎未变，尽管吨位下降，支出仍具韧性。

展望未来，珠宝商表示 7 月市场活动增强，消费者在即将到来的婚庆季前利用较低价格买入。这种季节性需求应在下半年继续提供支撑，但季风情况和农村收入前景仍是重要变量。

中东和土耳其：第二季度中东珠宝需求仍然疲弱，高价继续压制支付能力。尽管地区地缘政治冲突持续，金价低于此前高点仍提供了一定支撑。

沙特阿拉伯是本地区表现较强的市场之一。受朝觐相关旅游、婚庆需求和开斋节购买抵消价格压力，需求同比仅下降 8%至 10.3 吨，环比下降 19%。市场反馈显示，随着金价回落改善情绪，5 月中旬以后需求明显增强。

在持续通胀和汇率波动背景下，埃及需求同比下降14%至4.9吨，环比下降5%。阿联酋则连续第 14 个季度同比下降，本季度需求量为 5.6 吨，同比下降 28%，也是少数按美元计需求价值同比下降的市场之一。阿联酋珠宝需求高度依赖游客，伊朗冲突导致游客数量骤降，从而压制市场活动。较低金价和印度侨民需求为市场提供了一定支持；印度提高进口税后，阿联酋获得价格优势，后者可能在下半年进一步增强。

伊朗也深受地区冲突影响，经济活动持续受扰，消费者情绪承压。一些消费者将出售黄金珠宝视为筹措日常开支和搬迁费用的便捷资金来源。

土耳其市场继续承压，高通胀和低迷的消费者信心限制需求，本季度需求量为 7.9 吨，同比下降 12%。不过，本地溢价下降和本币金价回调支持需求环比温和恢复，环比增长 16%，季度后期的婚庆购买又提供了进一步支撑。

美国和欧洲：第二季度美国黄金珠宝需求仍然疲弱，同比下降 25%至 22.2 吨，环比增长65%，但需求价值表现较好。高金价继续限制销量，消费者日益偏好轻量化和低 K 金产品。大众市场疲弱较为集中，而高端珠宝更具韧性。

欧洲需求呈现类似格局。高价压制支付能力，地区消费下降，同比下降 10%至 12.5 吨，环比增长 52%。意大利消费者需求降幅最大，同比下降 19%，环比增长 103%；当地制造业还需再次面对出口市场疲软。

东盟市场：东盟市场珠宝需求继续承压。高价限制支付能力，并促使需求向投资产品替代。随着消费者适应高价环境，低 K 金珠宝在整个地区进一步扩大市场份额。

仅供内部参考，请勿外传

印度尼西亚连续第 13 个季度同比下降；在经济环境艰难的背景下，消费者日益转向纯度更低的珠宝。马来西亚继续向低K金产品结构性转变；金价波动则削弱了泰国消费者情绪。越南录得本地区最大同比降幅（-28%），高企的本地金价加剧了更广泛的生活成本压力。

亚太其他地区：日本仍是更具韧性的珠宝市场之一。尽管需求继续走弱，以日元计的支出仍相对健康，具有投资属性的资产型珠宝继续受到消费者青睐。

韩国表现突出，珠宝需求同比温和增长 6%，环比下降 28%。金价回调利好婚庆购买，但市场继续转向低K金和轻量化产品，这可能继续阻碍珠宝行业的长期复苏。

澳大利亚需求则与全球趋势一致，高价限制可选消费，珠宝需求走弱。

1.2.2.投资：第二季度投资需求（不含场外交易）同比下降 46.1%至 262 吨，其中金条和金币同比下降 3%至 307.1 吨，黄金 ETF 净流出 44.8 吨

2026Q2 不含场外交易的投资需求降至 262 吨，同比下降 46.1%，环比下降 51.4%。下降的主要原因是 ETF 由上年同期流入转为适度流出，而金条和金币购买量总体稳定。在金价从历史高位回调并削弱短期价格预期后，投资动能由前两个季度的异常强劲转弱。

面对金价回调和盘整期，投资者更加谨慎；部分市场可能加息，也进一步强化了这种态度。本季度出现数次逢低买入，投资者总体仍将黄金视为战略资产。

需求中的“场外交易及库存流量”部分，涵盖较难观察的投资需求以及数据中的统计残差，第二季度为 327 吨。加上上调后的第一季度 244 吨，上半年该类需求达到可观的 571 吨。

场外需求无法直接观察，但美国期货市场投机投资者的持仓具有一定指示意义：资金管理机构持有的净多头头寸自 4 月下旬以来稳步增加，达到 1 月下旬金价见顶以来未曾出现的水平。市场反馈显示，大部分场外购买集中于亚洲市场，而非全球均匀分布。这与近几个季度亚洲投资者在金条、金币和 ETF 等可见投资渠道中日益占据主导地位大致一致。

仅供内部参考，请勿外传

ETFs：在 6 月大规模抛售影响下，实物支持的黄金 ETF 于第二季度逆转走势。全球持仓在季度内下降 45 吨，使上半年增量降至 18 吨。季度逆转集中在 6 月，当月全球投资者减持 74 吨。

按价值计，第二季度流出总额为 40 亿美元，使上半年流入降至 80 亿美元。6 月底，全球资产管理规模降至 5,260 亿美元；尽管上半年黄金吨位持仓小幅增加，但金价下跌是资产规模下降的主要原因。

第二季度各地区趋势明显变化。北美上市基金承受了大部分抛售，季度流出 45 吨，上半年流出 61 吨，为 2013 年以来本地区最疲弱的上半年。金价回落是关键触发因素；新任美联储主席释放鹰派信号、与美伊冲突相关的通胀担忧、实际收益率上升和美元走强，均提高了持有黄金的机会成本。

尽管 6 月录得有史以来最大单月流出，亚洲仍是上半年表现最突出的地区。上半年亚洲上市基金增加 70 吨，创历史最强上半年；但第二季度流出 15 吨，因为中国投资者在金价动能减弱之际转向表现更强的本地股票市场。日本央行加息后，日本基金第二季度也出现流出。印度基金逆势在本季度增加 4 吨，当地投资者将价格回调视为入场机会。

欧洲上市基金是唯一在第二季度录得正需求的地区，流入 16 吨，尽管 6 月回吐部分涨幅。上半年地区净需求为 8 吨（30 亿美元）。英国以第二季度增加 17 吨主导正向流量，可能受国内政治不确定性推动。相比之下，瑞士和法国在本季度均小幅流出，主要集中于 6 月，至少部分可能是对欧洲央行加息 25 个基点的反应。

其他地区上市基金第二季度温和减少 1 吨，流出 1.73 亿美元；上半年购买量按金额计略增 1.06 亿美元。第二季度下降主要由澳大利亚基金所致，减持 1 吨（1.39 亿美元）。

尽管季度末表现疲弱，上半年总体仍小幅为正。全球黄金 ETF 持仓上半年增加 18 吨，亚洲流入 70 吨主导地区格局，欧洲贡献 8 吨健康买盘；北美是唯一上半年流出的地区，流出 61 吨。这表明，ETF 需求在年初强劲后于第二季度显著降温，但并未完全逆转上半年整体正向趋势。

金条和金币：2026Q2 全球金条和金币投资需求为 307 吨，同比下降约 3%，整体与上年同期基本持平；环比则下降约 36%，主要由于 2026Q1 异常强劲的 477 吨高基数，二季度需求回归长期正常水平。即便如此，上半年 784 吨的需求仍是有记录以来最强劲的上半年表现之一。第二季度需求回到与长期趋势一致的水平：从 2020 年第四季度至 2025 年第三季度，五年期间的季度平均金条和金币购买量为 305 吨。

仅供内部参考，请勿外传

尽管吨位同比变化不大，高金价使金条和金币投资价值从上年同期的 333 亿美元升至 445 亿美元。

各市场购买量普遍环比下降，主要反映连续两个异常强劲季度后回归更典型的购买模式。从这一角度看，第二季度疲弱更像是从高位正常化，而不是基础投资需求恶化；除越南、伊朗、澳大利亚和瑞士等少数显著例外外，大多数市场上半年比较仍总体积极。

中国：中国仍是全球最大的金条和金币市场。第二季度需求达到 107 吨，低于第一季度异常强劲的 207 吨，同比下降 7%，环比下降 48%。即便如此，第二季度仍处于历史高位，凸显投资者对黄金的深厚偏好，并推动上半年需求升至 314 吨，创历史最强上半年。

4 月买盘最强，投资者对市场不确定性上升作出反应。5 月价格波动加剧，市场活动一度走弱；6 月金价回落又推动逢低买入，需求恢复。

核心需求驱动因素依然稳固。避险动机、本地收益率低迷、房地产市场虽略有反弹但仍疲弱，以及对经济前景的担忧，继续支撑投资需求。中国人民银行持续购金，也强化了国内投资者对黄金的信心。

中国增值税改革继续提供额外助力。投资产品仍然免税，因此，一些此前可能为投资目的购买珠宝的消费者转向金条、金币和黄金积存产品。

黄金积存计划持续受到强劲需求。这类由银行提供、与实物黄金挂钩并具备交易功能的产品受到欢迎。

展望未来，需求应保持相对韧性。价格波动可能造成购买暂时停顿，但高不确定性、低债券收益率和替代投资机会有限，继续为黄金投资逻辑提供充分支撑。金价若持续回调，可能激发新的购买兴趣。

印度：印度金条和金币投资需求 50 吨，同比增长 9%，环比下降 19%。尽管较第一季度高位回落，上半年需求达到 113 吨，为 2013 年以来最强上半年。

4 月中旬 Akshaya Tritiya 节庆前后购买活动最强，随后随着金价涨势降温并回调而走弱。近期价格前景的不确定性抑制新需求；提高黄金进口税和政府劝阻购买黄金的宣传，也构成明显阻力。

不过，投资者总体仍看好黄金。6 月中旬本地金价回落至具有心理意义的 150,000 卢比/10 克以下，被视为重要买入机会，推动季度末活动回升。数字黄金产品需求也在 6 月反弹。

仅供内部参考，请勿外传

印度黄金需求前景仍与金价和季风密切相关。截至 7 月中旬，累计降雨显著低于正常水平，意味着下半年需求可能面临风险。但本地金价若持续相对稳定，可能在一定程度上抵消影响并为市场提供支撑。

中东和土耳其：第二季度中东投资需求相对有韧性，地区地缘政治不确定性支持避险购买；季度后期价格回调则促进逢低买入。

沙特需求较为稳健，约 4 吨；受看涨价格预期影响，5 月和 6 月购买增加。阿联酋投资需求显著增强，同比增长 30%，环比增长 34%。避险买盘以及印度大幅上调进口税，提升了在阿联酋购买黄金的相对吸引力，均支持金条和金币需求。

相比之下，以 2025 年第二季度高基数计算，伊朗需求大幅走弱，战争压制了投资活动。

土耳其仍是全球最大的实物投资市场之一。第二季度金条和金币需求为 19 吨，较第一季度高基数大幅下降。持续通胀和宏观经济不确定性继续支撑黄金作为价值储藏工具的吸引力。

4 月需求最强，投资者在第一季度大幅回调后逢金价反弹买入。此后市场进入低迷，直至 6 月金价回落至 4,000 美元/盎司时，投资者以逢低买入方式重返市场。

美国和欧洲：西方市场投资需求趋势分化。美国金条和金币购买量为 14 吨，同比增长 28%，环比下降 20%。地缘政治紧张加剧期间金价未能上涨，令投资者失望。金价大致区间震荡形成显著逆风，期间仅短暂出现逢低买入。黄金回售活动也较第一季度温和。

相比之下，第二季度金价回调促使投资者采取更谨慎态度，欧洲零售投资大幅放缓。整个地区需求降至 2024 年第三季度以来最低水平，高位回售继续压制新制产品需求。

东盟：尽管投资需求从异常强劲的第一季度水平大幅环比回调，大多数东盟市场仍实现健康的同比增长。

印度尼西亚仍是全球表现最强的市场之一，投资需求 15 吨，同比增长 40%，环比减少 38%。汇率疲弱和对国内经济前景的担忧，继续强化黄金作为价值储藏工具的作用。印度尼西亚政府今年早些时候发布黄金业务体系路线图，正式确立其黄金发展目标；这项战略举措旨在强化国家黄金生态系统，并支持黄金行业下游发展。

泰国录得 2019 年以来最强第二季度，本地金价回调促使投资者逢低买入。市场参与者表示，年轻投资者参与度上升，对黄金储蓄账户兴趣浓厚。

仅供内部参考，请勿外传

相比之下，越南本地金价下跌削弱了市场情绪，受限的进口配额扭曲市场环境，使本地溢价维持在令人却步的高位，需求因此走弱。尽管影响进口金条产品的监管变化带来不确定性，马来西亚仍相对有韧性。

亚太其他地区：韩国在低基数上保持健康增长，但环比显著下降。随着本季度金价回调，投资者注意力日益转向表现更活跃的国内股票市场。

黄金第二季度表现低迷，促使日本转为净撤资，较 2025 年第二季度小规模回售明显增加。6 月出现一定逢低买入，但新购买的增加远不足以抵消投资者因降低金价预期而进行的变现。

澳大利亚是全球最疲弱的市场之一。投资需求降至 1 吨，为本数据序列最低季度水平。下降反映金价走软、获利了结增加，以及上半年累计加息 75 个基点后持有黄金的机会成本上升。季度初购买状况健康，但随着金价继续走弱、投资者日益偏好生息资产，5 月和 6 月需求大幅放缓。

1.2.3.央行：第二季度央行购金显著回升至 289 吨，同比增长 62%，环比增长 411%

2026Q2 央行净黄金需求显著回升，达到 289 吨，同比增长 62%，环比增长 411%，并创下第二季度历史新高。波兰和中国继续增持，其他一些熟悉的买家也进一步购买，共同支撑了第二季度的正向总量。环比大幅增长主要与 2026Q1 基数异常偏低有关。

与第一季度相比，黄金出售也有所放缓。土耳其的出售量显著减少，因此俄罗斯成为本季度唯一的大型卖家。

更广泛的地缘政治背景以及金价走软，可能对第二季度购买增加提供了一定支撑。在不确定性持续高企、各国长期希望实现储备多元化的背景下，这些因素可能帮助维持央行购金意愿。

上半年央行净需求为 345 吨，是 2022 年以来最低的上半年水平，说明二季度虽然显著恢复，但尚未完全弥补一季度购金放缓及部分央行售金造成的影响。仔细观察已报告活动可见，虽然央行需求在基本面上仍健康且分布广泛，但土耳其、俄罗斯和阿塞拜疆在第一季度的大规模出售拖累了年初至今总量。

第二季度已有报告的购买分布于多个市场：

仅供内部参考，请勿外传

波兰国家银行是最大买家，本季度增持51吨，使其黄金储备截至6月底达到632吨。波兰上半年购金量由此升至 82 吨，继续巩固其年内最大买家的地位，并进一步接近 700 吨目标。

中国人民银行第二季度再增持 33 吨，为 2023 年第四季度 44 吨以来最大季度增量。上半年增加40吨，使中国人民银行已报告黄金持有量达到2,346吨。尽管中国月度增持规模较早期积累阶段温和，持续购买仍凸显其黄金计划的战略属性。

与往常一样，买家并不限于黄金储备规模最大的国家。乌兹别克斯坦央行增持16吨、哈萨克斯坦国家银行增持 15 吨、约旦央行和捷克国家银行各增持 6 吨；加纳银行、新加坡金融管理局、阿联酋央行和吉尔吉斯共和国国家银行也有小幅增加，说明已报告活动仍具有广泛性。

第二季度黄金出售显著放缓。第一季度最大的卖家土耳其央行在第二季度仅小幅出售 4 吨，并将未到期掉期规模从最高超过 80 吨降至 6 月底约 60 吨。俄罗斯央行是第二季度最大卖家，减持 22 吨。德国联邦银行已报告持有量下降 1 吨，规模较小，与铸币相关的有限交易模式一致。

因此，上半年央行黄金需求的整体信息是：需求持续，但不均衡。值得注意的是，央行对黄金的态度仍异常积极，89%的受访者预计未来一年全球黄金储备将增加，创纪录的45%预计同期增加自身黄金持有量。预计央行需求将继续高于长期平均水平。

黄金的战略逻辑依然稳固：储备多元化、抵御地缘政治和金融市场不确定性，以及黄金作为长期价值储藏工具的作用，仍是央行考虑中的突出因素。储备管理机构继续将黄金视为官方储备的重要组成部分，即使高金价和各国特定的流动性需求会影响单笔交易的时点和规模。

1.2.4.科技/工业：AI 用金需求强劲抵消了传统消费电子和其他工业用途的疲软，2026Q2 科技/工业领域用金同比增长 2%至 80.4 吨

2026Q2 全球科技/工业领域用金需求为 80.4 吨，同比增长 2%，环比下降 2%。其中，电子行业用金需求仍是主要支撑，延续 2026Q1 的观察，电子领域用金继续呈现明显的“双速”格局：AI 基础设施投资强劲，抵消了智能手机和笔记本电脑出货疲弱；后者主要受存储器成本飙升影响。高金价也继续加速许多中低端应用的节金和材

仅供内部参考，请勿外传

料替代，进一步压制部分传统消费电子应用。其他工业用途及牙科用金亦有所下降，因此整体科技用金需求仅实现小幅同比增长。

电子：二季度电子行业黄金需求 68 吨，同比增长 4%，环比下降 1.4%。AI 基础设施需求仍是高端电子产品的主要增长引擎，许多制造商难以满足近乎无限的需求。全球最大芯片制造商台积电宣布，第二季度净利润增长 77%至 220 亿美元，使其成为亚洲市值最高的公司；同时公司宣布再投入 1,000 亿美元扩建美国生产设施。

亚洲其他地区也报告强劲增长。为满足 AI 基础设施需求，中国和韩国的许多制造设施保持高产能利用率。

相比之下，消费电子需求继续走弱。存储器短缺、油价上涨和运输成本上升，共同给本已艰难的行业增加压力。例如，数据分析机构 IDC 预计，2026 年智能手机出货量可能出现历史最大年度降幅，下降近 14%。

2026 年上半年市场分化清晰且持续，预计这一格局将在年内余下时间继续。

无线及化合物半导体领域的黄金使用全面增加。WiFi 7 快速渗透，射频模块、电动车和 AI 数据中心元器件需求强劲；此外，低轨卫星和 4D 成像传感器持续扩张。这些高端设备需要比许多其他商业应用更高规格的电子元器件金属化，以满足更高的散热和可靠性标准，因此黄金是标准材料。

第二季度 LED 领域用金略有增长，智能汽车照明需求激增。大功率外部照明，尤其是汽车头灯和尾灯，在电动车和豪华车领域的渗透率持续提高。汽车应用在高温、高振动环境下对可靠性要求严苛，因此金线和金锡键合材料仍是行业标准。其他方面，先进传感器和高端可穿戴设备继续支持该领域黄金需求；而标准消费级背光市场持续疲弱，进一步强化了近几个季度的需求分化。

印制电路板（PCB）领域用金需求也有所增长，但不同终端市场之间仍高度分化。高端 AI 服务器主板、集成电路载板和高频低轨卫星 PCB 推动贵金属消耗；标准消费电子 PCB 用金则因元器件成本飙升限制硬件出货而放缓。面对持续高价，制造商继续寻找减少黄金用量的机会；不过，目前更倾向于局部精准节金，而非彻底替代。展望未来，在高端 AI 和卫星系统强劲增长支撑下，PCB 领域黄金需求前景仍然积极。

第二季度存储器和半导体领域黄金需求再次强劲增长，AI 相关应用持续扩张。尽管制造商优先向该领域供货，高端存储芯片仍受产能约束并出现短缺，推动价格快速上涨。传统引线键合在严峻成本压力下面临制造商积极节金的压力，但 AI 用途需求激增超过了这些降幅，带动存储器和半导体领域强劲增长。预计这一结构性转变将在未来数季持续，并继续支撑黄金需求。

仅供内部参考，请勿外传

其他工业和牙科：其他工业和装饰应用中的黄金--主要包括镀金制品和珠宝，以及印度传统服饰所用金线--需求下降 7%至 10 吨，原因是持续高企的金价抑制需求。这是该领域连续第九个季度同比下降。随着陶瓷替代材料继续普及，牙科用金也继续下降 6%至 2 吨。

2.投资建议

中长期看，本轮黄金牛市的核心并非单一降息交易，而是美元信用重估、美国财政约束、央行储备多元化与地缘风险共振。美国国债规模已突破 40 万亿美元，2026 财年前 10 个月财政赤字达到 1.8 万亿美元；同期净利息支出升至 9,630 亿美元，同比增长 14%，约占财政收入的 21.5%，并超过同期 7,630 亿美元的国防支出，债务滚续与付息压力持续削弱市场对美国财政可持续性的信心。财政部长贝森特推动财政部将 10 至 30 年期美债单次回购规模由 20 亿美元提高至至少 40 亿美元，该操作并非量化宽松，但反映美国长债供给压力和市场流动性问题已经引起政策层关注，进一步强化黄金对主权信用和货币风险的对冲价值。地缘方面，美伊与俄乌冲突仍未解决，避险需求与通胀风险同步上升。央行购金趋势亦延续，2026 年二季度全球央行净购金 289 吨，创历史同期新高，表明降低美元资产集中度、提高黄金储备占比仍是长期方向。美元信用弱化、债务扩张、央行购金及地缘风险构成的中长期支撑并未改变。受益于金价上涨，黄金资源股盈利预期增强，目前黄金股估值处于较低水平，关注黄金股配置机会。受益标的：【赤峰黄金】、【山金国际】、【中金黄金】、【山东黄金】、【西部黄金】、【晓程科技】、【株冶集团】、【灵宝黄金】、【万国黄金集团】、【中国黄金国际】。

3.风险提示

1）美国经济情况超预期变化

2）美联储降息态度再度变化

3）俄乌冲突及中东局势超预期变化

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

仅供内部参考，请勿外传

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。