

【事件】

6月15日，美国与伊朗达成框架性和平协议，协议包括结束冲突并重新开放霍尔木兹海峡。受此影响，国际油价快速回落，布伦特原油跌至约83美元/桶附近，美元指数和美债收益率同步回落。

【点评观点】

➤ 中东局势缓和有助于降低通胀担忧，港股有色板块分母端压力边际缓解

本轮美国通胀反弹的主要驱动仍来自能源价格。5月份美国能源价格同比和环比均明显上涨，汽油价格涨幅尤为突出，但核心CPI环比增速由4月的0.4%回落至5月的0.2%，说明能源冲击尚未大范围传导至核心商品和核心服务。随着美国与伊朗达成框架性协议，霍尔木兹海峡重新开放预期升温，油价快速回落，市场对于能源价格继续推升通胀的担忧有所缓和。对于港股有色板块的黄金股而言，这一变化的核心意义而在于通胀尾部风险下降后，短期内美联储进一步加息的必要性下降，美元指数和美债收益率有望回落，从而缓解前期压制黄金及黄金股估值的分母端压力。

➤ 黄金价格受到利率预期修复影响或出现反弹

此前黄金价格回调的主要原因在于油价上行推升市场对通胀的担忧，市场开始重新交易美联储加息风险，美元指数和美债收益率上行对无息资产黄金形成压制。中东局势缓和后，油价回落削弱了通胀继续上行的风险，市场对年内美联储政策路径的预期边际改善，黄金价格由此获得阶段性修复动力。需要留意的是，虽然地缘局势缓和本身会短期削弱黄金的避险溢价，但当前国际整体地缘局势并未出现根本性缓和，叠加美债规模过大与央行购金需求仍存，因此黄金的需求端逻辑并未出现实质性改变。在海峡重新开放之后，当前黄金交易的主要逻辑会在需求端的强支撑下转向交易实际利率与美元指数的回落，因此若后续美债收益率和美元指数继续回落，黄金价格仍有望维持反弹。黄金股作为黄金价格的高弹性资产，在金价企稳反弹、成本相对刚性、盈利弹性释放的背景下，短期或具备更强的修复空间。

研究部

姓名：张思达

SFC: BPT227

电话：0755-21519179

Email: zhangsd@gyzq.com.hk

➤ **黄金股或迎来阶段性反弹，优先关注资源禀赋和盈利弹性较强的龙头**

我们认为，当前港股黄金股板块的核心焦点已经从地缘避险溢价转向“金价反弹持续性+美债收益率回落+企业盈利兑现能力”。中东局势缓和后，油价回落有助于降低通胀尾部风险，进而推动美元指数和美债收益率下行，这对黄金价格和黄金股估值均形成短期正反馈。不过，本周美联储将召开6月议息会议，新任主席沃什对于通胀、利率路径和缩表节奏的表态仍可能影响黄金价格和市场风险偏好。若美联储维持中性偏鹰基调，黄金股反弹空间或受到限制；若政策表态较市场预期更温和，则前期回撤较多、资源禀赋较强、成本优势突出且盈利弹性较高的黄金股有望迎来更明显修复。

建议关注紫金黄金国际（2259.HK）、紫金矿业（2899.HK）、山东黄金（1787.HK）、中国黄金国际（2099.HK）、灵宝黄金（3330.HK）和潼关黄金（0340.HK）。其中，紫金黄金国际（2259.HK）作为紫金矿业海外黄金资产平台，具备较强成长属性和金价弹性；紫金矿业（2899.HK）资源禀赋和全球化运营能力突出，兼具黄金与铜资产弹性；山东黄金（1787.HK）更偏国内黄金龙头修复逻辑，受益于金价企稳后的盈利弹性释放；中国黄金国际（2099.HK）兼具黄金与铜金矿资产属性，具备资源品价格共振下的修复空间；灵宝黄金（3330.HK）和潼关黄金（0340.HK）市值相对较小，对金价上涨的弹性更高，但二者波动也相对更大。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>