

受美聯儲主席沃什偏溫和表態催化，港股黃金板塊上周集體走強，多只標的上周漲幅超15%，板塊結束前期深度調整，開啟估值修復行情。認為當前金價已過度計入美聯儲加息預期，加息並非基準情形，貨幣政策或呈“名鷹實鴿”特徵，預期修正將支撐金價修復。下半年黃金有望迎來多重邏輯共振：加息預期充分定價後邊際緩和、超配倉位出清後避險屬性回歸、全球央行購金中長期支撐不變，共同推動黃金投資需求修復。配置層面，港股黃金股當前估值處於歷史極低分位，疊加流動性彈性更強，在金價反彈週期中股價漲幅對比A股通常更優，建議優先關注產能擴張明確、成本控制優異的彈性標的，以及資源儲量豐富的行業龍頭。

多重修復邏輯共振, 港股黃金板塊正迎來修復反彈行情

受美聯儲主席沃什偏溫和的政策表態催化，港股黃金板塊今日迎來觸底反彈，中國黃金國際（2099.HK）、山東黃金（1787.HK）、赤峰黃金（6693.HK）等多只標的漲幅均超15%，板塊正式結束前期深度調整態勢，開啟估值修復窗口。當前黃金價格已過度計入美聯儲加息預期，市場隱含的3-4次加息幅度顯著高於利率期貨的實際定價，加息並非美聯儲政策的基準情形，後續貨幣政策大概率呈現偏鴿的態勢；隨著加息預期逐步回吐，金價將獲得直接支撐，疊加下半年加息預期充分定價後的邊際緩和、前期超配倉位出清後避險屬性回歸、海灣央行售金壓力緩解且全球央行購金中長期支撐不變等多重邏輯共振，黃金投資需求有望迎來系統性修復。

從配置維度看，港股黃金股的投資性價比與反彈彈性更具優勢，當前板塊估值處於歷史極低分位，疊加港股市場流動性彈性更強的屬性，在金價上行週期中，板塊漲幅通常顯彈性更優。投資選擇上可沿兩條主線佈局：一是優先關注產能擴張節奏明確、生產成本控制優異的高彈性標的，充分把握金價反彈帶來的業績與估值雙擊機會；二是配置資源儲量豐富、抗風險能力突出的行業龍頭，作為中長期底倉享受行業景氣上行的紅利。



圖一：貴金屬指數漲幅情況



資料來源：Wind

➤ 行情回顧：港股黃金板塊此前深度回調，有望迎來超跌反彈態勢

受美聯儲政策預期緩和驅動，港股黃金股上周全線走強，板塊呈現普漲格局。中國黃金國際 (2099.HK) 上周漲幅超 23%；赤峰黃金 (6693.HK) 上周漲超 29%；紫金黃金國際 (2259.HK) 上周漲超 14%；山東黃金 (1787.HK) 上周漲 15.4%；紫金礦業 (2899.HK) 上周漲 11.9%。回顧上半年行情，貴金屬板塊經歷了一輪深度調整。申萬貴金屬指數上半年累計回調約 22%，區間最大回撤超 49%，山東黃金 (1787.HK)、赤峰黃金 (6693.HK) 等龍頭個股較前期高點回撤幅度均超 50%。本輪黃金價格及板塊持續回調，並非基本面惡化導致，核心由四大宏觀與資金因素共同驅動：

其一，貨幣政策預期轉向，加息預期重燃構成核心壓制。上半年美國通脹數據展現超預期粘性，核心 PCE、核心 CPI 回落斜率明顯放緩，其中美伊地緣衝突升級推升國際油價持續上行，能源項通脹反彈進一步加劇了市場對美國通脹粘性的擔憂，形成更強的貨幣緊縮預期。疊加就業市場韌性持續超出市場預期，市場對美聯儲降息預期持續延後，甚至重新定價年內加息概率——利率期貨隱含的全年降息次數從年初的 3-4 次大幅收斂至不足 1 次，加息預期從無到有持續升溫，推動美債實際利率大幅上行，顯著抬升黃金的持有機會成本，成為金價回調的最核心宏觀驅動。

其二，美元指數階段性反彈，形成直接價格壓制。上半年美國經濟基本面相對歐元區、日本等非美經濟體展現出更強韌性，疊加貨幣政策預期差持續擴大，美元指數從階段性低點持續反彈，最高回升至 105 以上。作為以美元計價的大類資產，美元強勢直接削弱了黃金的相對吸引力，資金從黃金市場分



流，進一步放大了金價調整壓力。

圖二：美元指數近兩年行情



資料來源：Wind

其三，資金面集中平倉，負回饋放大調整幅度。前期金價持續刷新歷史高點的過程中，COMEX 黃金投機淨多頭持倉處於歷史高位，全球黃金 ETF 持倉規模持續攀升，市場積累了大量獲利盤。隨著宏觀預期轉向鷹派，獲利盤集中了結，投機多頭快速平倉，同時全球黃金 ETF 連續多月出現資金淨流出，機構配置盤階段性減倉，資金面的負回饋效應顯著放大了金價與板塊的調整幅度。

其四，風險偏好階段性修復，避險需求邊際回落。上半年 AI 產業浪潮帶動全球權益市場整體表現偏強，美股等風險資產持續走強，市場風險偏好逐步提升，資金從避險屬性的黃金資產流向權益類風險資產，黃金的避險配置需求階段性弱化，也對金價與板塊表現形成一定拖累。

經過上半年的深度調整，當前板塊悲觀情緒已充分釋放，做空動能基本出清，估值處於歷史極低分位——SSH 黃金股票指數 PE-TTM 僅 15 倍，處於歷史低位區間，具備較強的安全邊際與修復彈性。從基本面看，當前全球黃金礦山綜合完全成本(AISC) 約 1500-1600 美元/盎司，當前金價遠高於開採成本線，主流黃金礦企盈利韌性較強。股價大幅調整主要受宏觀情緒與資金面驅動，而非企業基本面惡化，這為後續估值修復提供了堅實基礎。



圖三：SSH 黃金股票指數歷史 PE 情況



資料來源：同花順 ifind

► 下半年展望：多重預期修正共振，黃金配置價值凸顯

*加息預期充分定價，邊際緩和驅動估值修復

當前市場對美聯儲加息的悲觀預期已計入較為充分，後續進一步強化緊縮預期的空間有限。若通脹數據延續回落態勢，或經濟增長出現放緩信號，加息預期將持續回吐，實際利率上行壓力減弱，直接利好黃金價格反彈。世界黃金協會判斷，若宏觀環境無重大惡化，金價年內大概率在 4100 美元/盎司附近震盪；若經濟放緩信號增強，金價有望開啟新一輪趨勢性上漲。

近期美聯儲表態整體中性偏溫和，未釋放強化加息信號：美聯儲主席凱文·沃什在最新公開講話中表示，過去四周美國通脹上行風險已有所緩解，同時重申維持價格穩定仍是貨幣政策核心目標。整體來看，本次表態偏向中性至溫和鴿派，並未釋放短期內進一步加息的明確信號，市場對美聯儲緊縮路徑強化的押注有所削弱。值得注意的是，沃什上任以來推行“放棄前瞻指引”的政策溝通改革，強調貨幣政策將嚴格基於最新數據制定，不再向市場預先暗示利率路徑。這一轉向使得市場對加息的過度悲觀預期存在修正空間。

* 超配倉位出清接近尾聲以及全球央行購金中長期支撐仍在

上半年黃金調整過程中，機構投資者前期超配倉位已逐步出清，投機性多頭平倉壓力顯著釋放。隨著倉位結構優化，黃金的避險屬性有望重新回歸定價主導。當前全球地緣政治格局仍存不確定性，經濟



增長動能分化，金融市場波動加劇，黃金作為傳統避險資產的配置價值將重新獲得機構資金認可。歷史經驗顯示，當金價較階段性高點下跌超過 10% 後，往往會觸發長期投資者“逢低買入”需求，形成較強的價格支撐。

另外，前期市場擔憂海灣國家央行售金對金價形成壓制，目前來看這一壓力正逐步緩解。從中長期視角看，全球央行購金趨勢並未發生根本逆轉，各國央行出於外匯儲備多元化、去美元化等戰略考量，仍將持續增持黃金，這構成了黃金需求的重要底部支撐。全球央行購金作為過去幾年黃金牛市的核心驅動因素之一，其長期邏輯並未破壞，將持續為金價提供中長期托底力量。從數據上看，2022 年以來全球央行年均淨購金量達 1000 噸，顯著高於歷史長期中樞水準。今年一季度雖有部分國家央行出現短期減持或儲備結構置換操作，市場對全年購金節奏放緩存在一致預期，但行業普遍預判全年全球央行仍將維持淨買入格局，長期購金趨勢並未發生轉向。世界黃金協會年度央行黃金儲備調研顯示，各國外匯儲備主管的中長期購金意願保持穩固，計畫未來 12 個月增持黃金的機構數量進一步增加，但需注意的是，購金主體的擴容並不直接對應購金總量的同步大幅提升。從對金價的影響機制來看，世界黃金協會模型測算結果顯示，在年均 600 噸的長期購金均值基礎上，央行每額外增持 20-30 噸黃金，對應可拉動金價上行約 1%；這一效應既來自央行購金形成的實際需求支撐，也源於其向市場傳遞的長期配置價值信號，對投資情緒形成正向引導。歷史規律印證，當央行購金與投資需求合計占黃金總需求的比重超過 30% 時，黃金價格往往具備更強的上行動能，易走出強勢上漲行情。

*核心標的有哪些？

整體來說，2026 年上半年黃金充分展現出對宏觀週期、地緣風險與市場情緒的高敏感度，同時亞洲消費端的全球定價話語權持續提升，第二季度全球通脹沖高疊加美聯儲維持利率不變，或是本輪全球流動性壓力的頂點，黃金出現加速調整屬於預期內的市場表現。各國央行持續購金、全球長線配置資金入場為金價構築了結構性底部支撐，大幅壓縮了深度回調空間，在地緣與政策充滿不確定性的全球環境中，黃金既具備戰略抗波動的資產屬性，也可作為 AI 泡沫的潛在對沖工具實現風險分散。另外，進入第三季度，美國通脹今年下半年大概率見頂，勞動力市場正逐步降溫，沃什主導的美聯儲機制改革也為未來政策轉松預留了空間，美聯儲政策並不會全面轉向緊縮，若下半年美聯儲降息的時點節奏超出市場預期，將有望推動美元流動性回歸寬鬆，金價有望迎來反彈行情。

在投資標的上，港股黃金板塊整體估值處於歷史低位、折價優勢顯著，且股價彈性更優，在金價反彈週期中通常具備更高的收益彈性。高彈性成長方向上，中國黃金國際 (2099.HK) 坐擁甲瑪礦與長山壕礦兩大核心礦山，資源品位優異、克金成本低於行業平均水準，盈利對金價上漲的彈性突出，是本輪板塊修復行情中的首選彈性標的；行業龍頭層面，紫金礦業 (2899.HK) 作為全球綜合性礦業龍頭，黃金資源儲量與產量均位居國內前列，同時佈局銅、鋅等多金屬品種平滑週期波動，海外專案佈局廣泛、成長性突出，且標的流動性優異，是機構資金配置黃金板塊的核心底倉選擇；山東黃金 (1787.HK) 坐擁膠東半島核心優質黃金資源，資源稟賦與產能規模行業領先，主營業務高度聚焦黃金



采選冶煉，業績對金價敏感度高，且港股估值較 A 股存在顯著折價，安全邊際更為充足。此外，赤峰黃金（6693.HK）以黃金采選為主業，同時佈局稀土等稀有金屬，業務結構兼具彈性與成長性。海外專案穩步推進，國內礦山資源品位較高，成本優勢明顯，股價彈性顯著。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨就遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

