



黄金：左侧布局良机渐显



黄金定价的核心在于实际利率。实际利率隐含了黄金的机会成本，两者呈显著的负相关关系。未来金价的走势主要由实际利率决定，而实际利率又主要由名义利率和通胀预期两个因素的综合变化所决定。

通胀预期：趋势下行，速率偏缓，等待期限结构曲线正常化。1) 通胀预计缓慢下行：目前美国通胀韧性主要受房租、服务价格等黏性价格影响，而部分相关指标都已回落，但传导仍存在时滞。因此，后续美国通胀回落的趋势性仍是较确定的，但下行速率可能偏慢，且近期仍存在反复可能，明年一季度附近或是通胀数据关键的窗口期（即能否看到通胀数据连续性下滑）。2) 通胀预期亦有望跟随下行，且未来短端下行速度可能快于长端：通胀预期与实际通胀数据的变动趋势基本一致，也已见顶回落，预计此后将延续缓慢下行趋势。进一步区分各期限来看，长期通胀预期的波动幅度明显更小，已较为靠近美联储 2% 的长期通胀目标，但短期通胀预期目前仍居高位。导致期限结构曲线呈现特殊的“短高长平”形态，后续短端通胀预期有望更快压降，使得曲线趋于正常化。

名义利率：关键看美联储加息，明年年内有望下行。1) 未来美联储加息退出策略或分三步展开：①加息缓和：即将单次加息幅度由 75bp 降至 50bp，有望在今年底或明年初的会议上实现；②暂停加息：大概率需先看到通胀数据连续、大幅下滑，预计要到明年二季度。③转为降息：

考虑到此次通胀下行缓慢，同时美联储或可以忍受浅衰退，降息所需要的约束条件会更严苛，但在大幅收紧的金融环境下，美国明年下半年后

经济衰退程度可能加深,届时降息动力会逐渐增强。2)若美联储加息终止,美债收益率大概率随之下行。历史上看,各期限的美债收益率均与美联储加息节奏高度相关,美债拐点往往略领先加息终点 1-2 月。因此若美联储在明年年中终止加息,美债利率有望在二季度提前回落。

后续金价怎么走? 1)短期看金价或仍将承压。当前通胀难降,美联储加息未止,整体实际利率还有上行空间,尤其是短端实际利率尚处负值区间,后续大概率回升,将给金价带来一定压力。2)明年年内金价大概率将迎来拐点。随年内美联储加息终止,名义利率见顶,通胀预期继续回落,但届时名义利率会比通胀预期降得更快,使得实际利率仍趋于下行,带动金价上行(参考 2018-2019 年案例)。

我们认为现阶段相较于博弈金价,投资黄金股或许是更好的选择。因为就周期股投资三阶段而言(预期→涨价→业绩),现在正靠近交易预期阶段,考虑到明年年内金价回升的胜率较高,目前左侧布局黄金股的良机已逐渐显现。相关标的:紫金矿业、山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金、湖南黄金、中金黄金、西部黄金、招金矿业、恒邦股份等。

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48451

