



CIO Office

CIO Insights 投資總監慧眼

梁啟棠, 首席投資總監

商品界的「三隻小豬」－誰能扛過市場的波動

A Golden, Coppery, Oily Tale

2025年8月29日

「三隻小豬」各有不同的故事？

黃金在長期結構性趨勢下脫穎而出

黃金



預期

1. 聯儲局減息
2. 美匯走弱
3. 全球央行購買黃金
4. 資金流入黃金ETF

銅



預期

1. 全球及美國經濟維持穩健
2. 特朗普動盪不定的關稅政策帶來套利機會

石油



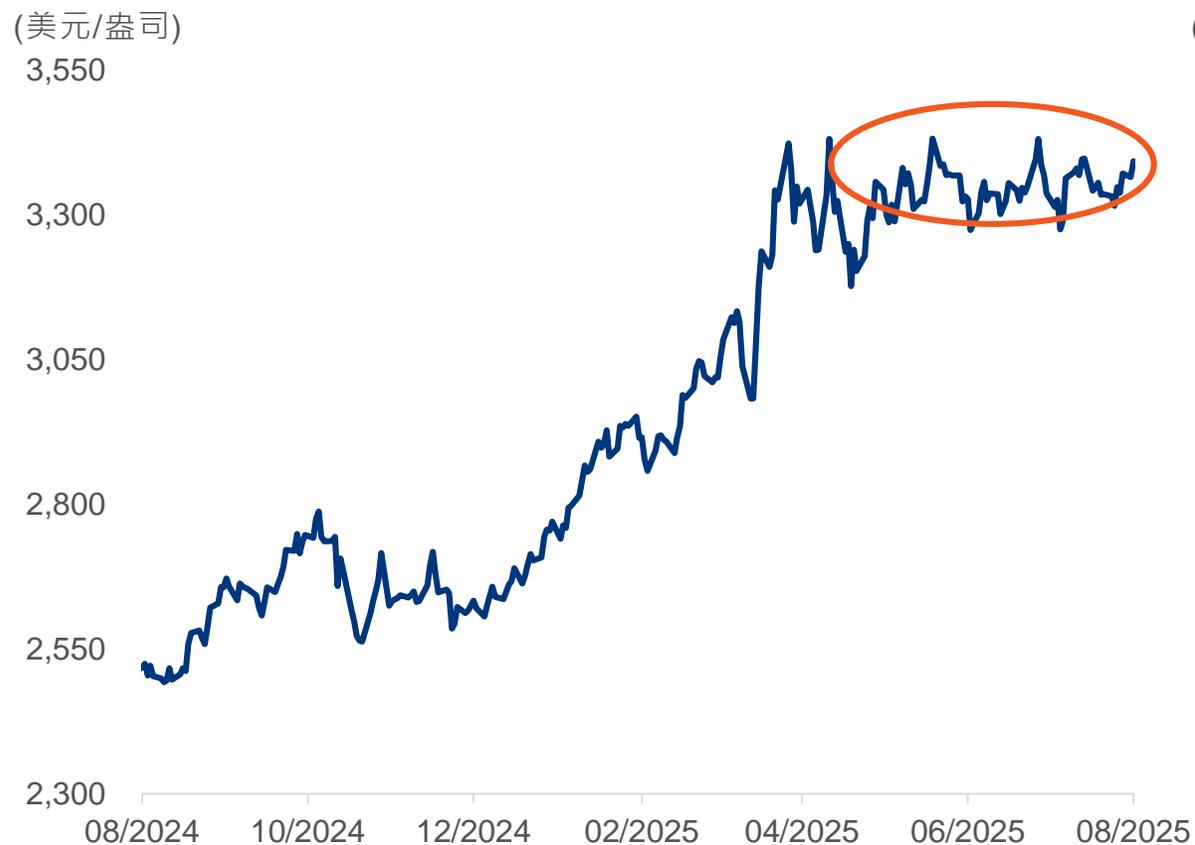
預期

1. 全球及美國經濟維持穩健
2. OPEC調整產量目標，儘管石油需求具預測性
3. 地緣政治衝突逐漸緩和
4. 俄羅斯石油禁運可能被解除

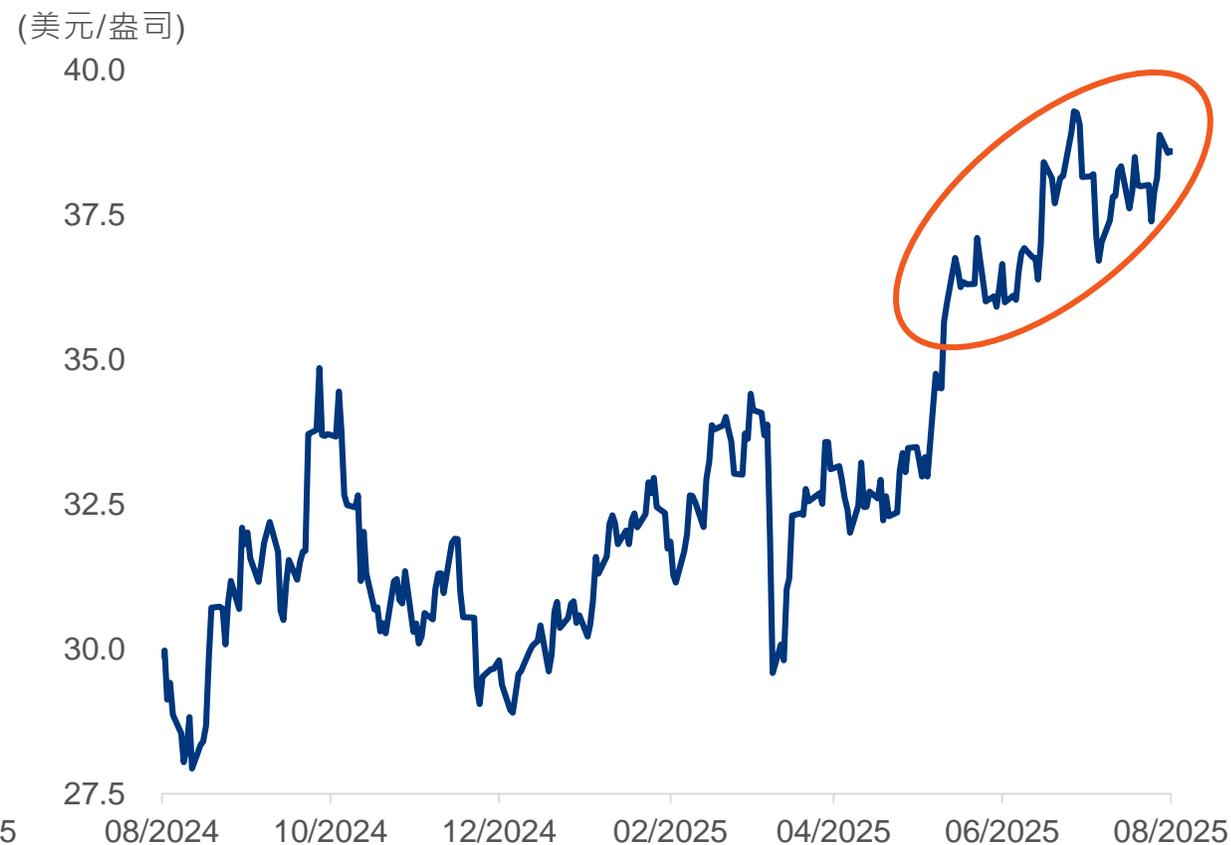
黃金在過去數月維持在3,400美元水準震盪

...與此同時，白銀補位發力，表現強勁

黃金



白銀



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

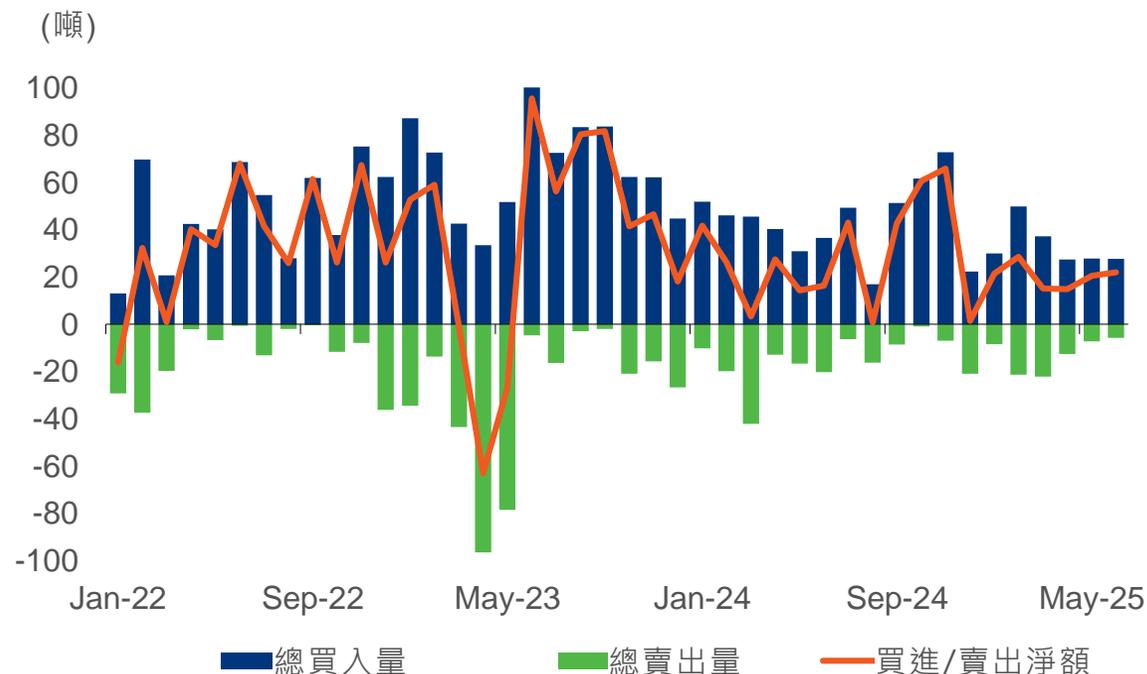
結構性看漲趨勢仍然存在，惟央行購買速度放緩

隨時間消逝 – 3,400美元水準逐漸從壓力轉為支撐

黃金

- 去美元化的長期趨勢仍然存在：
 1. 全球與美國貿易減少；
 2. 美元武器化；
 3. 利率下降的預期進一步推動美元走弱
- 過去一年黃金價格已上漲25%，各國央行需要看到價格在當前水準鞏固後，才會重新展開更具規模的買盤。

各國央行買進/賣出黃金狀況



去美元化接近尾聲似乎只是錯覺

目前價格回穩來自空頭回補。聯儲局減息預期將成為壓垮駱駝的最後一根稻草

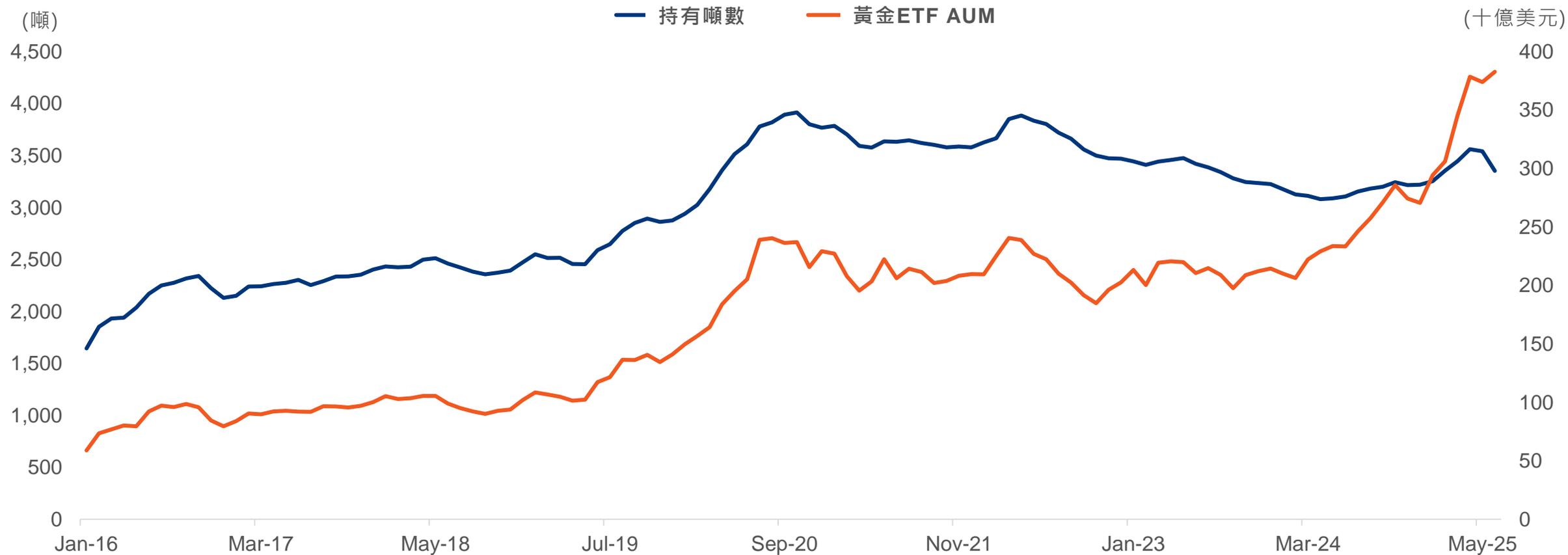


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

黃金下一波突破將依靠ETF的新需求

聯儲局減息降低資金成本，疊加美元進一步走弱，將是主要催化劑

黃金ETF AUM與持有噸數



資料來源：Bloomberg Finance L.P. · Company Filings · ICE Benchmark Administration · World Gold Council · 凱基證券整理

LME與COMEX銅價出現巨大分歧

市場提前反應特朗普將對銅加徵關稅，然而實際措施卻排除銅礦與精煉銅等原料

COMEX銅期貨

(美元/每磅)

6.0

5.5

5.0

4.5

4.0

08/2024 10/2024 12/2024 02/2025 04/2025 06/2025 08/2025

LME銅期貨

(美元/公噸)

10,500

10,000

9,500

9,000

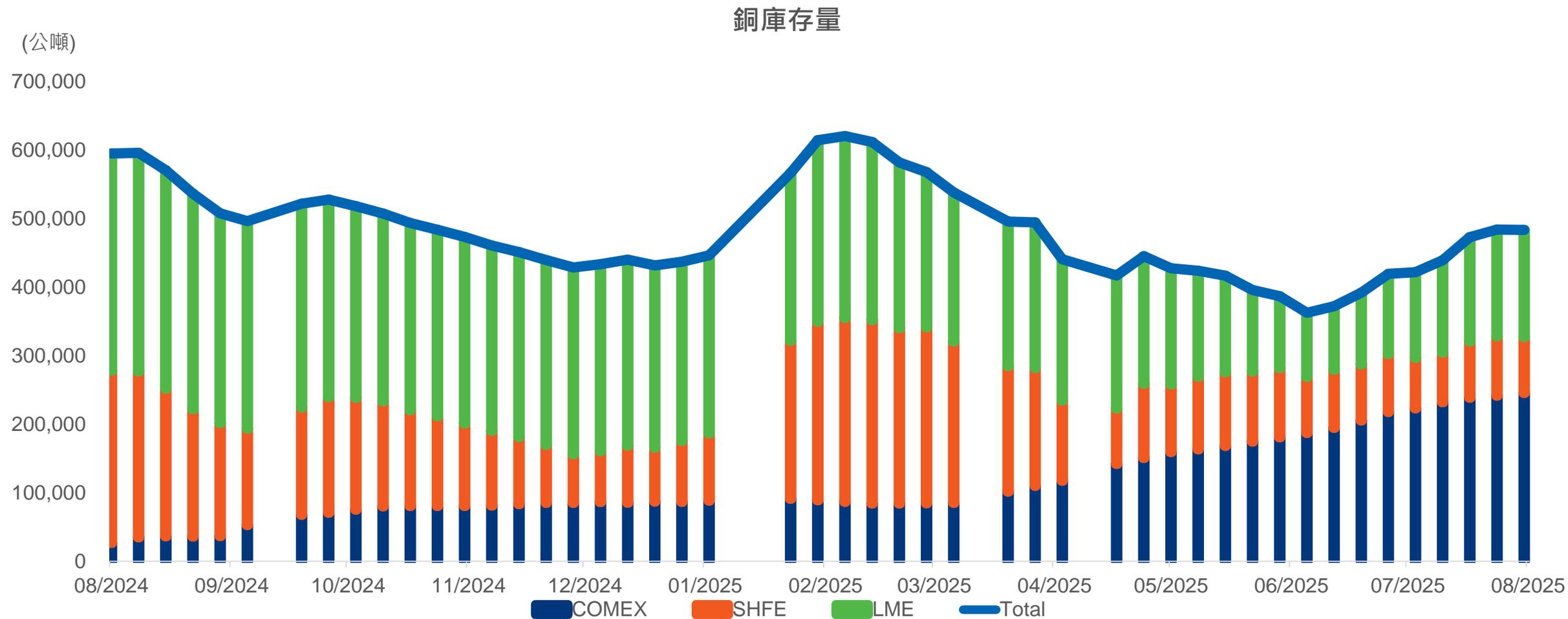
8,500

08/2024 10/2024 12/2024 02/2025 04/2025 06/2025 08/2025

資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

銅庫存從LME大幅轉移至COMEX

美國正在去庫存化，預計將持續6到8個月

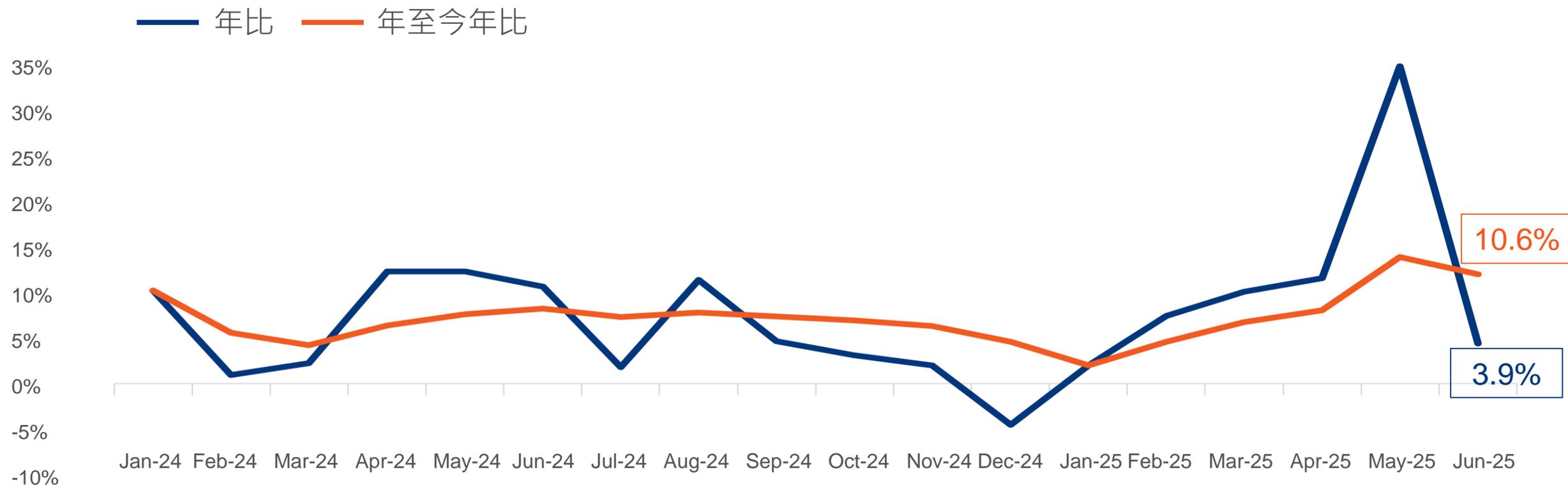


資料來源：London Metal Exchange · ShangHai Futures Exchange · Chicago Mercantile Exchange Group · 凱基證券整理

銅的加權最終需求在2025年下半年並不具支撐力

聯儲局減息支撐經濟可能是唯一的亮點

銅在中國的最終需求



資料來源：China National Energy Administration · China Automotive Tech and Research Center · Tianjin · NBS · China Customs · Bloomberg L.P. · J.P. Morgan Commodities Research · 凱基證券整理

布蘭特原油價格區間維持在65-75美元之間

全球經濟疲弱，加上伊朗、以巴與烏克蘭局勢緩和，對油價不利

布蘭特原油

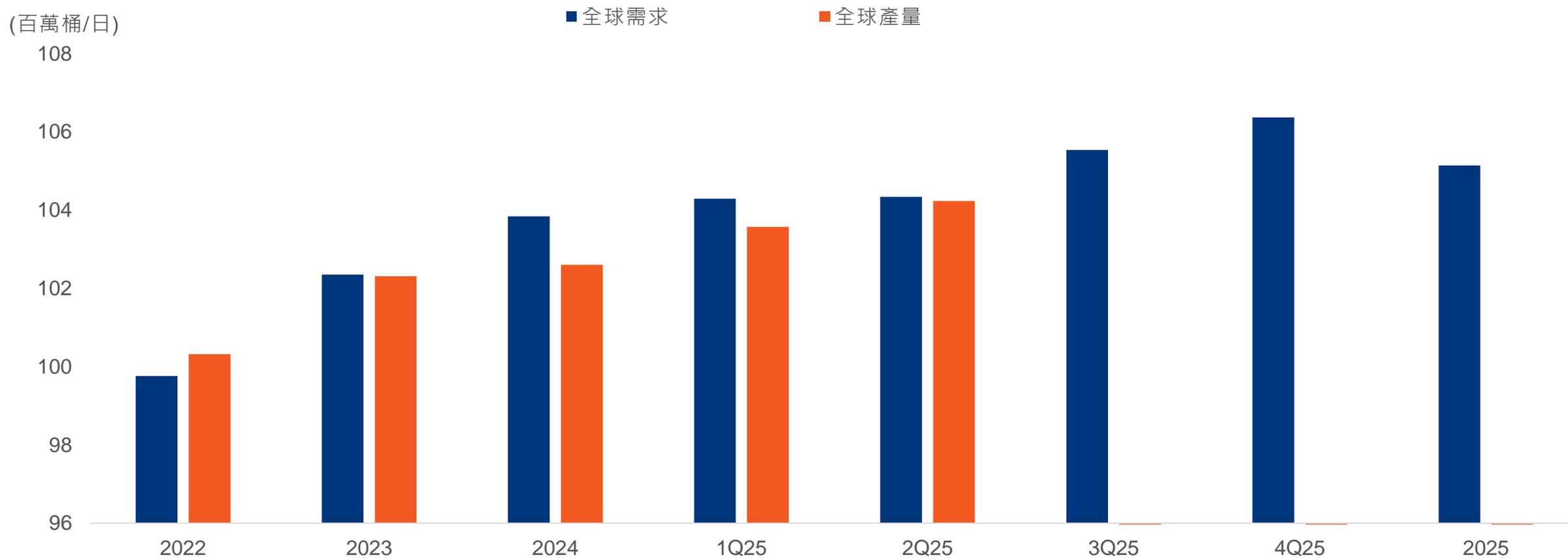


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

OPEC正在逐步調高產量目標

這仍取決於俄羅斯石油禁運是否可能被解除

石油需求vs產量



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

投資策略

黃金



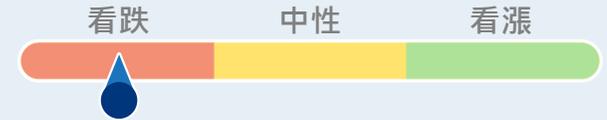
- 黃金ETF，鯊魚鰭保本型票據 Sharkfin principle protected note – 黃金ETF

銅



- 區間計息票據Range accrual – 銅礦ETF

石油



- 以埃克森美孚(Exxon Mobil)及荷蘭皇家殼牌(Royal Dutch Shell)作為代表，兩者與布蘭特原油相關性分別為73%及90%。可作為看跌鯊魚鰭結構性票據連結標的之參考

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及之風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。