



投資總監慧眼

梁啟棠, 首席投資總監

當銀根不再寬鬆時，另類資產的佈局

*Bullish on Gold When It Becomes Boring Again –
Views on Alternative Assets When Liquidity is Less Abundant*

24 April 2026



黃金究竟是避險資產還是風險資產

表面看似安全其實比明確的風險更致命

黃金現貨價格

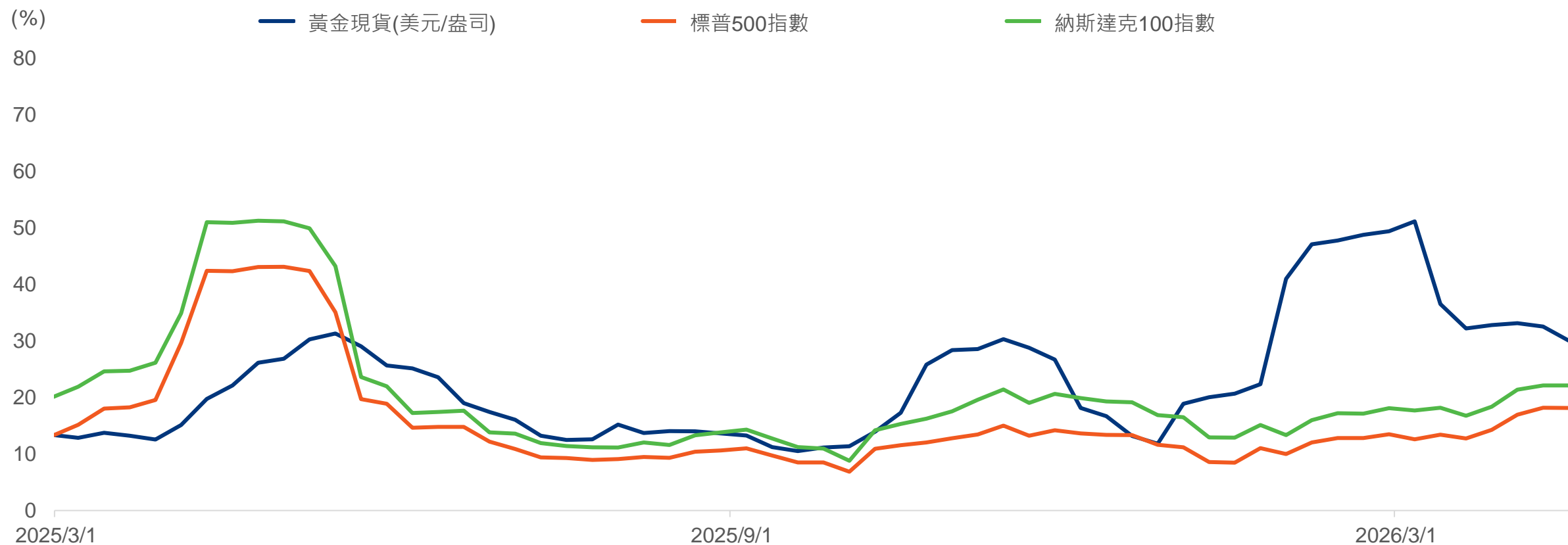


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

黃金價格並不穩定，其波動率比股票高出50%

黃金的投機需求持續增加

30天期歷史波動率



黃金與股市的相關性持續上升

若黃金為避險資產，其與股市的相關性應為負值

30天期滾動相關性(日報酬率)

— 黃金 vs 標普500 — 黃金 vs 納斯達克100



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

ETF投資需求的增長抵銷了央行購金量的下滑

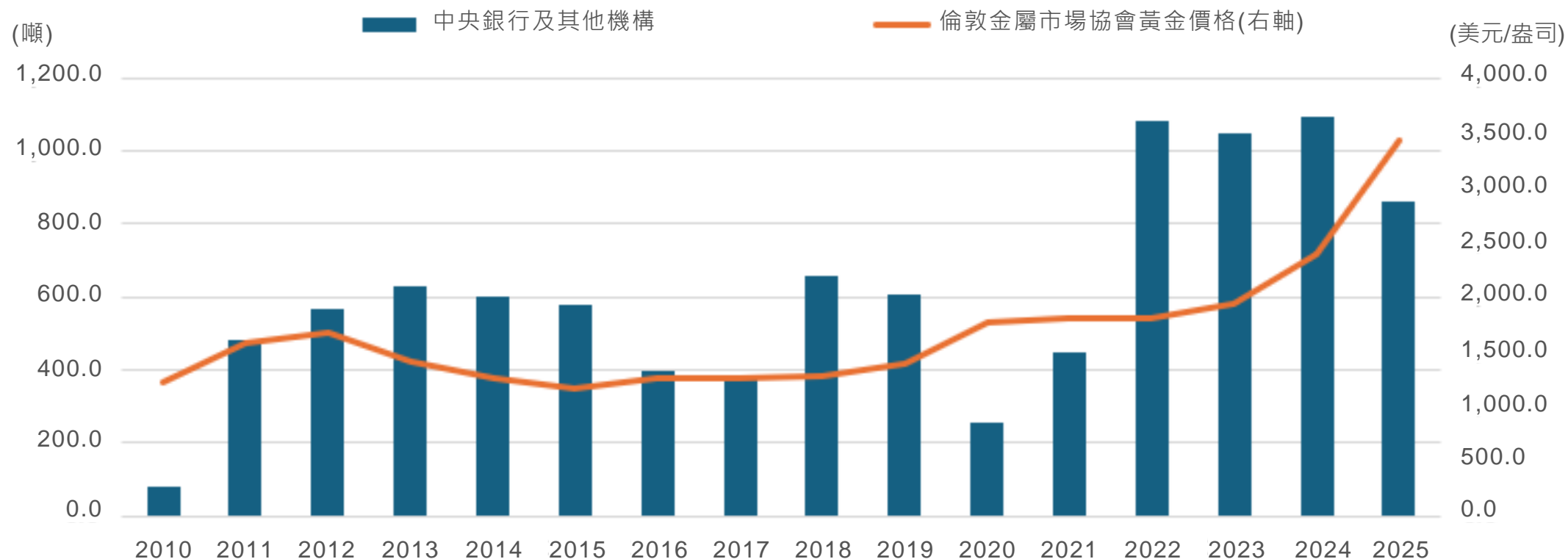
投資產品的需求曲線呈上升趨勢

	2024	2025
總供給	4,961.9	5,002.3
礦產生產	3,650.4	3,671.6
生產者避險淨額	-53.8	-73.6
礦產供給總量	3,596.6	3,598.0
再生金	1,365.3	1,404.3
總需求	4,961.9	5,002.3
珠寶製造	2,026.6	1,638.0
珠寶消費	1,886.9	1,542.3
珠寶庫存	139.6	95.7
科技	362.2	322.8
電子產品	270.8	270.4
其他工業用途	46.5	44.2
牙科	8.9	8.2
投資	1,185.4	2,175.3
金條與金幣總計	1,188.3	1,374.1
金條	862.8	1,068.2
官方鑄幣	199.9	170.5
紀念幣/仿製幣	125.6	135.4
ETF 與類似產品	-2.9	801.2
中央銀行及其他機構	1,092.4	863.3
黃金需求	4,630.6	4,999.4
場外交易(OTC)及其他	331.3	2.9
LBMA 黃金價格(美元/盎司)	2,386.2	3,431.5

資料來源：凱基證券整理

央行對黃金的需求會在金價高企時下降

若金價能在當前水準整固，央行將對黃金重拾信心



資料來源：凱基證券整理

從風險資產重回避險資產的過渡期

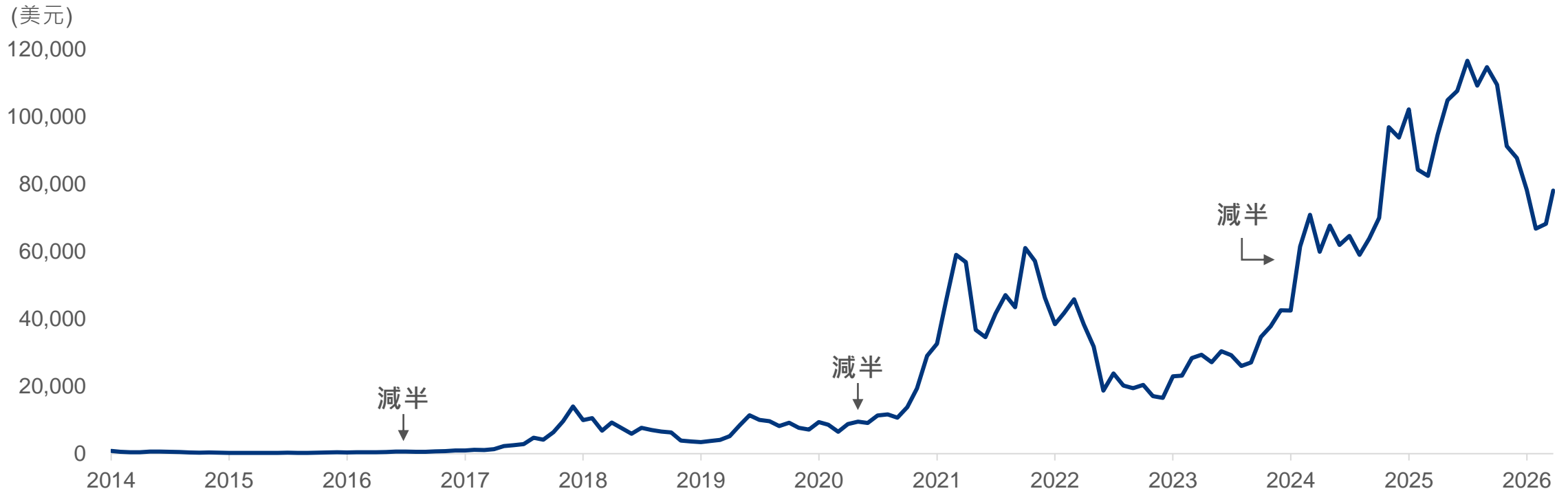
看漲訊號：當市場情緒從熱絡轉為淡定

- **散戶參與推動相關性上升**：黃金與股票市場的相關性隨散戶在兩類資產的參與度日益提升而增加，並成為主要驅動因素。黃金ETF需求的顯著攀升進一步印證了此趨勢。
- **流動性前景充滿挑戰**：短期內，流動性環境依然不樂觀，因聯儲局的利率調整仍高度取決於居高不下的油價。
- **多元化配置的長期價值**：黃金仍是抵禦美元貶值風險的長期重要投資。對於尋求儲備多元化的全球央行而言，黃金仍是不可或缺的資產類別。然而，在此需求全面復甦之前，必須滿足以下條件：
 1. **重拾「避險資產」地位**：黃金必須從風險資產過渡回具防禦性的避險資產；這需要其價格波動率以及與其他風險資產的相關性出現顯著下降。
 2. **央行的耐心戰略**：時間仍掌握在央行手中。雖然擺脫對美元依賴是全球共識，但這是一個漫長的戰略過程。相對於當前價格是否「過高」，央行更看重價格的穩定性；一段持續偏低波動率的時期，將傳遞出當前價位具備可持續性的訊號。
- **看漲訊號**：矛盾的是，最可靠的黃金看漲訊號正是當市場情緒從熱絡轉為淡定之時。換言之，當黃金再度變得「乏味」時。

比特幣為加密貨幣投資的指標

若上漲行情由「減半」驅動，下一次的「減半」催化劑將落在**2028年4月**

比特幣價格

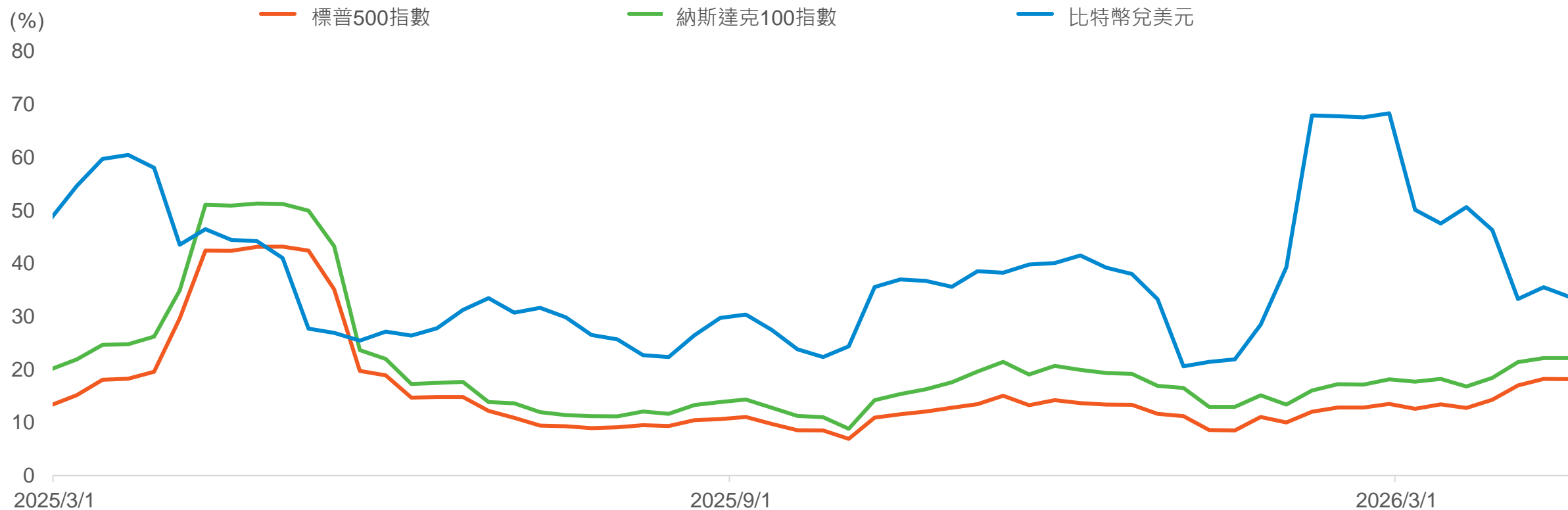


資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

比特幣的波動率已顯著回落

考量比特幣具更廣泛的應用場景，這使得黃金相較於比特幣更具風險資產特徵

30天期歷史波動率



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

與黃金相似，比特幣與股市的相關性亦同步上升

流動性為驅動黃金、比特幣與股票上漲的共同因素

30天期滾動相關性(日報酬率)



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

2027年第一季前仍缺乏催化劑

透過長天期結構性票據搭配設定折扣接貨價，以更有效累積部位

- **比特幣減半週期**：比特幣的「四年週期」根本上源於其減半機制，即礦工獎勵每四年減少50%。從歷史上看，長期投資人通常會在減半前一年進行戰略性「逢低買進」，以期未來獲利。
- **2024年後的市場轉變**：2024年4月減半後的牛市僅持續18個月，顯著短於以往週期。在當前2026年的環境下，四年週期效果面臨嚴峻考驗；減半後的一年市場不升反跌。這表明比特幣價格走勢的敏感度，如今更受聯儲局利率與機構ETF資金流影響，而非僅反映減半時程。
- **對總體流動性的敏感度**：歷史數據顯示比特幣在「寬鬆資金」和量化寬鬆時期表現最為出色。例如，2021年的牛市直接受到疫情期間大規模刺激措施的推動。
- **2027年及以後的展望**：我們預期隨著高油價開始回歸常態，貨幣政策將於2027年重返寬鬆。此外，當進入2027年第一季(即2028年減半前12個月)時，投資人將預期新一輪的牛市週期來臨，並再次開始累積比特幣部位。
- **估值動態**：與黃金相似，比特幣並無傳統的絕對估值框架。其能否持續作為一項資產，最終將取決於是否能在長期維持當前的價格水平。

結構性產品的隱含波動率

以黃金為標的固定票息票據(FCN)正提供一個值得把握的戰術性機會

- **波動率分析與定價試驗**：目前黃金與比特幣的90天期年化波動率分別為49%與53%，兩者平均為51%。在近期的定價試驗中，我們要求發行商針對連結黃金與比特幣組合、接貨價設於49%的3個月期固定配息票據(FCN)進行報價。結果得出的配息率報價為0.6%(逼近 0%)，這帶來了幾個關鍵觀察：
 1. **發行商觀點**：從發行商的角度來看，這種結構代表了一種「買進賣權、做多波動率」的操作。FCN報價趨近於0%票息，意味著發行商預期這些標的資產未來仍將維持穩定，但呈高波動的前景。
 2. **黃金的戰略性機會**：過去由於黃金穩定的避險屬性，以黃金作為FCN的連結標的一直鮮少吸引投資人關注。然而，隨著近期黃金波動率上升，將其納入FCN結構或許正呈現出具有吸引力的戰術性機會。
- **黃金的正向展望**：我們對黃金維持正面看法，主要受兩大因素支持：
 - ◆ 其作為對沖美元貶值的工具。
 - ◆ 全球央行長期的配置需求。
- **結論**：投資人應把握當前高波動的市場環境，因為我們預期這些波動水準將隨時間回歸均值並逐步收斂。

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。