



投資總監慧眼

梁啟棠, 國際財富管理 首席投資總監

尋找黃金的下一個拐點

*Lights at the End of the Tunnel –
Finding the Next Catalysts for Gold*

17 July 2026



來自世界黃金協會的近期調查

該調查時間介於2月5日至5月19日

- **央行儲備(創歷史新高)**：在受訪的76家央行中，有45%計劃在未來一年增加黃金持有量。這是自2018年調查開始以來的最高比例(高於2025年的43%)。
- **全球央行黃金儲備**：89%的受訪者預期全球央行的黃金儲備量將在未來12個月內增加。
- **減持意願**：僅有1%的央行表示計劃減少黃金持有量，而其餘54%則預期儲備將維持不變。
- **危機期間的表現(90%)**：多數的受訪者認為，黃金無違約風險及其在危機期間的強勁表現，是持有該資產的主要驅動因素。
- **通脹與價值儲存(84%)**：黃金被視為可靠的長期價值儲存工具，同時也是有效的抗通脹資產。
- **投資組合分散化(83%)**：在全球利率政策波動之際，黃金被積極運用於平衡風險。
- **地緣政治避險**：由於制裁風險與不斷升溫的全球緊張局勢，外匯儲備管理者正積極降低對單一貨幣的依賴。

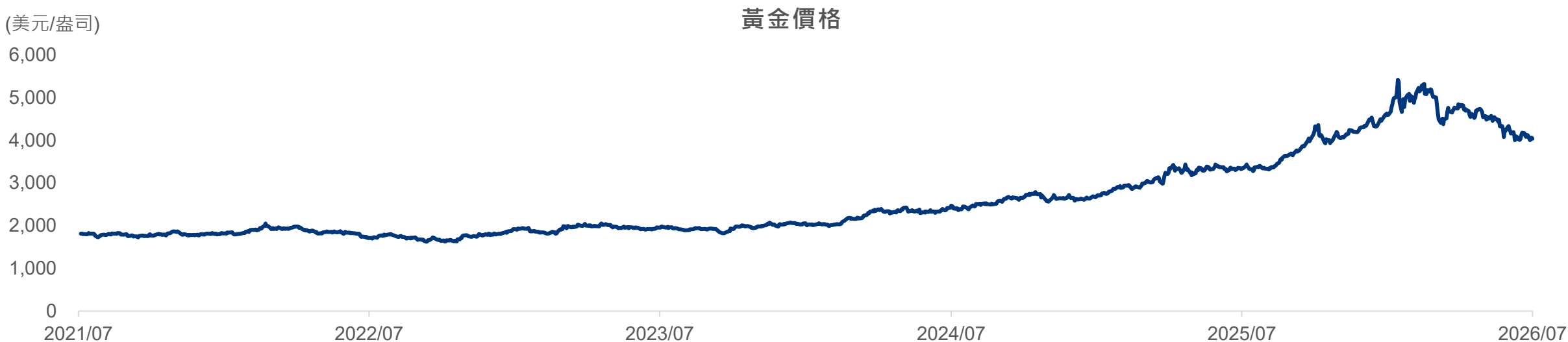
黃金曾因散戶過度參與而被視為高風險資產

然散戶投資者的焦點已經轉移

- 黃金過去的高風險性質主要是由散戶的大量參與所致。如今散戶投資者已將焦點轉向全球AI交易。作為防範金融市場潛在修正的避險工具，資金可能會湧入黃金以尋求安全；尤其在聯儲局(Fed)需要減息以維持市場流動性時更是如此。因此，較弱勢的美元將有利於黃金的市場需求。
- 美國黃金儲備具備潛在重估可能，或可用來部分支持美國國債。儘管以黃金完全擔保所有美國國債並不切實際，但只要此選項存在，便能為黃金帶來長線的需求支撐。
- 今年迄今黃金價格已修正近20%，中國已加快了購買黃金的步伐。同時，中國也在實施限制投機活動的措施，讓市場能夠呈現出更真實的價格信號。
- 結論：我們認為黃金價格在短期內將進入整理階段，主要受到2026年通脹壓力上升與美元走強的影響。然隨2027年第一季進入CPI正常化階段，黃金有望重新展現強勁表現。

散戶資金焦點已由黃金轉移至AI交易

這在一定程度上恢復了黃金的避險屬性



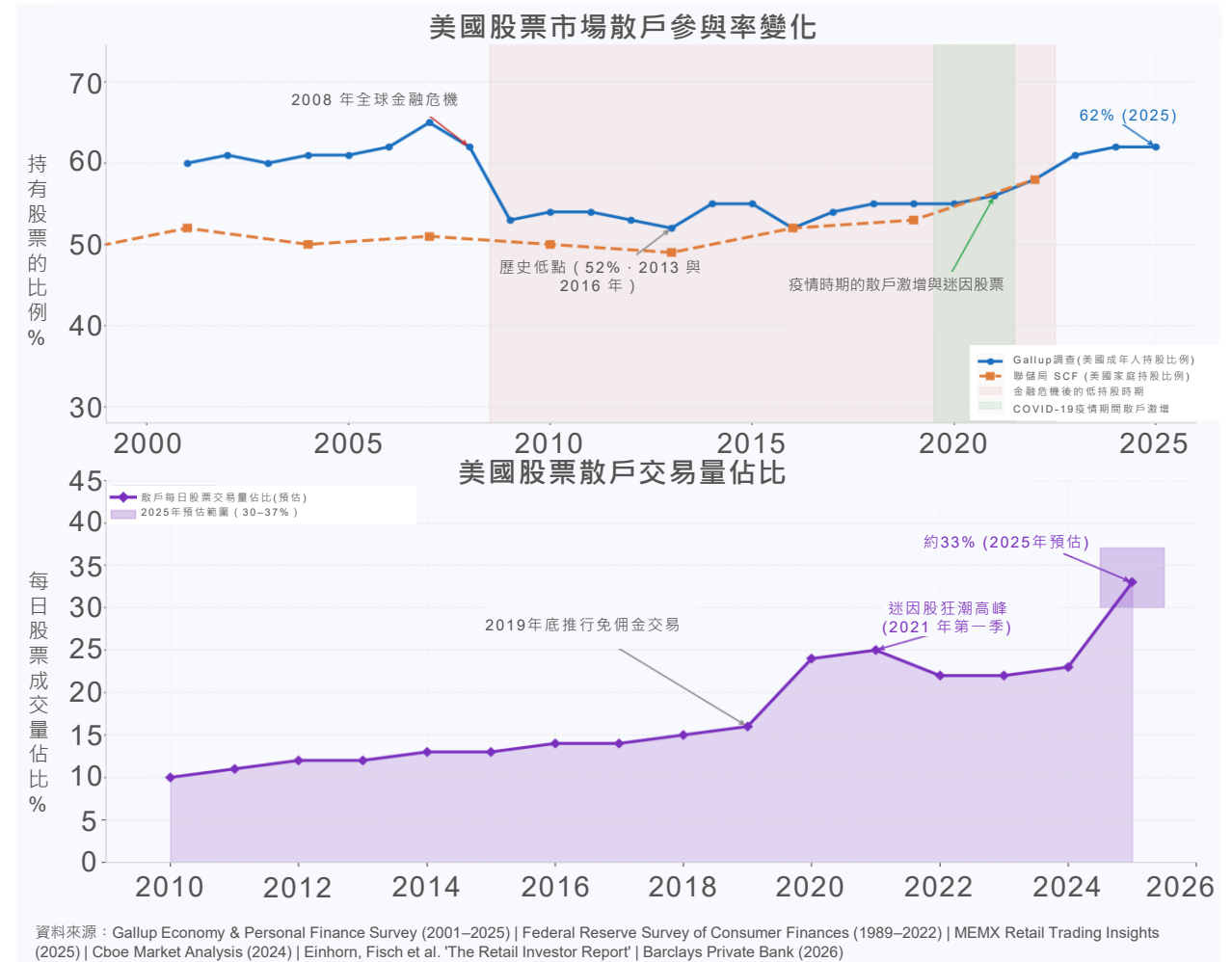
- 黃金在2025至2026年間經歷了前所未有的波動，從傳統的避險資產轉變為與風險性資產高度相關。價格自2025年中3,500美元一路飆升至2026年1月的歷史高點5,589美元，隨後急跌至4,000美元水準。
- 我們分析這段波動背後的驅動因素與系統性風險來自於：1)過度擁擠的AI交易；2)美國黃金重估理論框架；3)中國在黃金市場上的政策分歧。
- 核心論點：任何高槓桿的AI交易面臨修正，且市場轉入低利率環境，都將恢復黃金作為核心避險資產的主要定位。

AI擁擠交易與大型資金獲利了結

資金湧向具備避險性質的大宗商品

- 市場已高度集中於AI相關的龍頭股；在2025與2026年間，標普500指數的前十大成分股佔據指數約38%的權重。
- 這種過度集中增加了系統性風險的脆弱性，一旦發生急劇修正，可能會引發全面的風險重新定價與大規模的資產再配置。
- 金融市場的任何重大修正，都會衝擊銀行體系的穩定性，並削弱投資人對金融商品的信心。
- 在任何重大市場面臨修正期間，資金預期將湧向大宗商品作為避險資產。雖然這並非基準情境，但仍會被視為潛在催化劑，尤其可能帶動散戶對黃金的需求復甦。

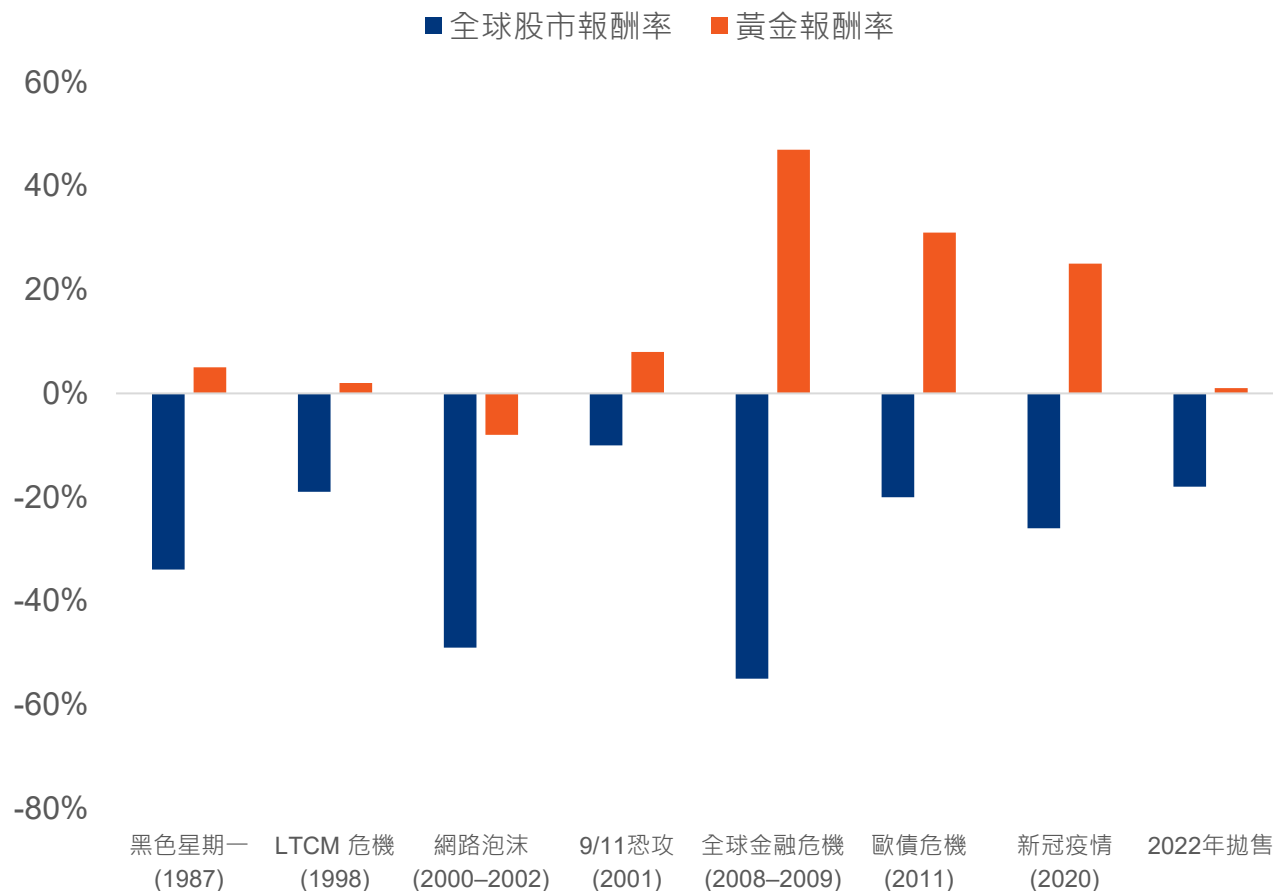
資料來源：凱基證券整理



歷史先例：危機爆發與資金湧向黃金

核心假設：聯儲局將透過減息維持市場流動性

- 在嚴重的金融動盪時期，資本會尋求黃金作為避險資產。儘管初期可能會出現短暫的、由流動性驅動的價格回撤，但黃金通常能迅速回升並跑贏股市。
- 在2008–2009年的全球金融海嘯(GFC)期間，全球股市暴跌超過 50%，而黃金則逆勢飆升了47%。在歐債危機與 COVID-19 疫情期間，黃金同樣展現出類似的優異表現。
- 最重要的傳導機制是透過「利率」。聯儲局可能會透過調降利率以挹注流動性支撐市場。而減息亦將進而導致美元走弱，利好黃金表現。



利率與美元是黃金的關鍵因素

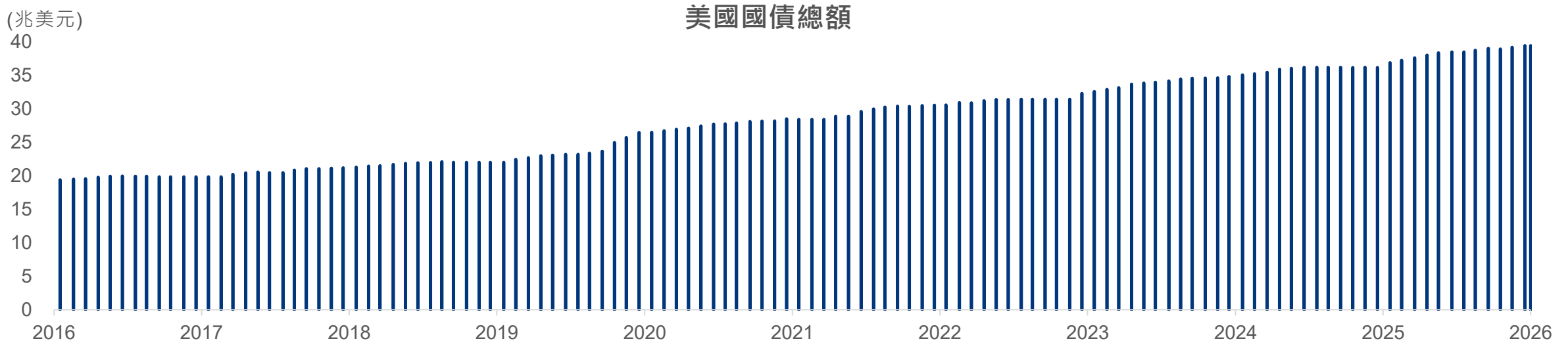
低利率環境能降低持有黃金這類無孳息資產的成本



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

美國的債務困境

黃金的價值重估支撐美國國債



- 截至2026年5月，美國未償還的國家債務總額已達到約39.2兆美元。美國持有全球最大的官方黃金儲備，總計2.615億金衡盎司，主要儲存在諾克斯堡金庫(Fort Knox)。這些儲備目前在美國財政部的資產負債表上的法定帳面價值僅為每盎司42.22美元 – 這是在1973年設定的價格，儘管經歷了數十年的市場增值，該價格至今仍未改變 – 總價值僅約110億美元。
- 為解決美國債務問題，一個潛在的解決方案是透過黃金重估，將美國黃金儲備重新定價，用以部分支撐未償還的國債，藉此創造會計資本，並重塑市場對主權資產負債表的信心。

黃金重估的法律框架與運作機制

- 美國政府在歷史與法律上已有明確先例，利用黃金重估來管理資產負債表。《1934 年黃金儲備法》允許政府將黃金價格從20.67美元/盎司調升至35美元/盎司。由此產生的會計增量被用來資本化外匯穩定基金(ESF)，展示了重估如何創造主權資本。
- 依現行法律，財政部長無法單方面改變黃金的法定價格，必須經由國會授權。一旦獲批准並將黃金重估至當前市場價格，便能立即提升財政部資產的帳面價值。其運作機制為：財政部以新估值向聯儲局發行新的黃金憑證，聯儲局再將差額記入財政部的一般帳戶。
- 在42.22美元/盎司的帳面價值下，美國黃金儲備僅值110億美元。這凸顯了帳面會計與市場現實之間的巨大落差。即使以當前市場價格(約4,100美元/盎司)計算，儲備總值也僅約1.1兆美元。要完全覆蓋39.2兆美元的債務，則需將黃金價格推升至約149,000美元/盎司，顯然不切實際。
- 結論：雖然將黃金重估至149,000美元/盎司是天方夜譚，但美國政府若選擇以黃金支撐部分美國國債，將為黃金提供長期的看漲支撐。

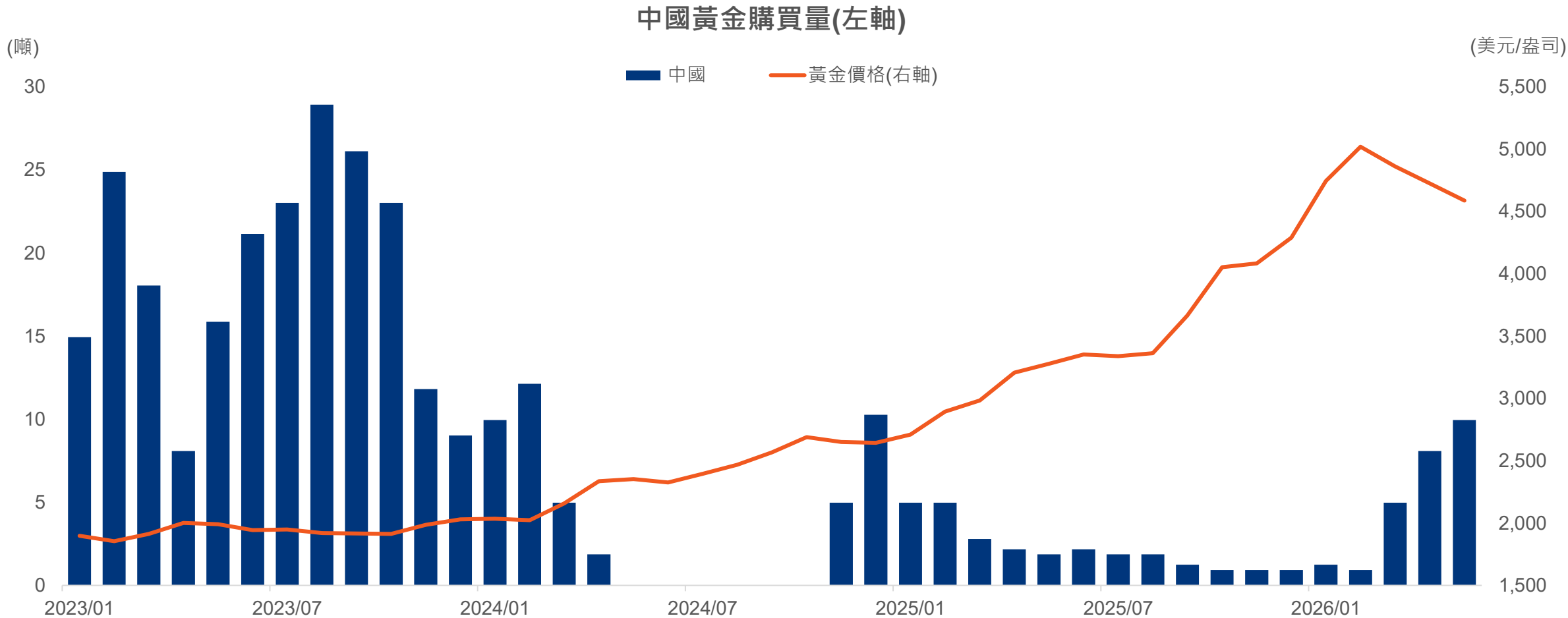
中國抑制黃金過度投機

揭示黃金在投機之外的真實價值

- 2026年中，中國多家大型國有銀行同步調高了個人黃金與白銀延期交易合約的保證金要求，反映出一致性的市場管理措施。
- 保證金比率從原本的10%-20%標準水平，大幅提高至120%-140%的懲罰性水平。
- 此聯合政策使散戶難以參與「紙黃金」交易，迫使投機者退出槓桿部位，引導市場回歸實體黃金的價格發現。
- 中國政府宣稱此舉主要是為了保護散戶免於過度投機，但同時也讓市場能夠揭示黃金的真實價值。

央行在市場訊號更清晰下買進黃金

排除投機活動的影響



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

應該讓持有的黃金ETF承受風險嗎？

- 1933年第6102號行政命令 – 史上最大的黃金充公案：這是美國歷史上最重大的民間黃金沒收事件。1933年4月5日，在經濟大蕭條最嚴重的時期，羅斯福總統簽署了第6102號行政命令。命令內容：將在美國本土「囤積」金幣、金塊和黃金憑證的行為定為刑事犯罪。民眾被要求在1933年5月1日之前，將除了少量豁免額之外的所有黃金上交給聯邦準備銀行。收購價格：政府以每金衡盎司20.67美元的官方定價換發紙鈔給民眾。陷阱：不到一年後，政府透過《1934年黃金儲備法》將官方黃金價格從每盎司20.67美元合法修改為35.00美元，使美元貶值。這實際上意味著政府抹去了它剛強迫民眾接受的紙幣超過40%的購買力，同時瞬間增加了政府資產負債表上黃金的價值。
- 為了徹底規避美國體系的司法管轄區風險(Jurisdictional diversification)，資產必須通過三個篩選條件：非美國金庫：黃金必須實際存放在美國以外穩定的主權領土內(例如：瑞士、新加坡或英國)。非美國基金註冊地：ETF本身應在美國境外註冊成立(例如：愛爾蘭、澤西島或瑞士)，這意味著它受當地外國監管機構管轄，而非美國證券交易委員會(SEC)或美國財政部。非美國保管銀行：保管資產的銀行不應是美國機構(例如：應使用瑞銀UBS或蘇黎世州銀行Zürcher Kantonalbank，而非摩根大通JPMorgan)。

聚焦非美國管轄區黃金ETF

名稱	代號	交易所	註冊地	金庫位置	金庫提供者	保管銀行	銀行國籍
ChinaAMC Digital Gold ETF	3418.HK	HKEX	香港	香港	HKIA Precious Metals Depository + Malca-Amit Far East	Standard Chartered	英國
CSOP Gold ETF	3030.HK	HKEX	香港	香港	HKIA Precious Metals Depository + Brink's HK	HSBC	英國
Hang Seng Gold ETF	3170.HK	HKEX	香港	香港	HKIA Precious Metals Depository + Brink's HK	HSBC	英國
Value Gold ETF	3081.HK	HKEX	香港	香港	HKIA Precious Metals Depository	HKIA Depository / HSBC	香港 / 英國
LionGlobal SG Physical Gold ETF	GLS.SI	SGX	新加坡	新加坡	Le Freeport, Singapore	Standard Chartered	英國
Swisscanto (CH) Gold ETF	ZGLD.SW	SIX	瑞士	瑞士	Zürcher Kantonalbank (ZKB) vault, Zurich	Zürcher Kantonalbank	瑞士

資料來源：凱基證券整理

投資策略

- **KGI View**：我們預期黃金在未來幾個月的上漲空間有限，因為在預期通脹數據居高不下以及聯邦基金利率可能調升的背景下，美元可能維持強勢。金價的上行空間預計將在 2027 年第一季隨著CPI通脹開始正常化而顯現。
- **執行策略1：掩護性買權策略 (Covered-Call Strategy)**。該策略適用於已經持有黃金或黃金ETF的投資者。有鑑於近期上漲潛力有限，但假設黃金仍是核心投資組合持倉，我們建議投資者針對其核心部位賣出同等名目本金(notional amount)的買權(Call options)。這項收益增強策略牽涉到犧牲黃金短期的上漲潛力。
- **執行策略2：基於黃金ETF的固定收益票據(Fixed Coupon Note, FCN)**。雖然黃金在核心投資組合中的作用幾乎無庸置疑，但折價的進場價格應能在長期內提供更好的上漲回報。是否存在可能使較低價格的黃金失去吸引力的潛在外部因素？有的 – 如果通脹在未來幾年內成為持續性現象(這並非我們的內部觀點)，這將抹除黃金的正面催化劑。在假設我們不抱持此觀點的前提下，我們認為基於黃金的FCN是一個落實我們對該金屬展望的穩健策略。

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，投資者應該該要約審慎行事。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可，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。