

# 黃金：投資組合的差異化因素



2025年12月



**Jingjing Chai**  
高級投資組合經理

在本系列文章的第一篇，我們將探討一個多元化的多元資產投資組合新的主要組成部分，並分析全球不確定性如何為黃金—最古老的金融資產之一—注入新的活力。為什麼黃金正成為多元資產投資組合的重要組成部分和強大的多元化工具？

## 要點

- 過去數十年，黃金在投資組合中的角色因市場穩定和低通脹的環境而邊緣化，如今正強勢回歸。
- 近期黃金價格上漲主要受結構性轉變所推動，我們在2025年初時識別出這些轉變，包括央行需求、財政憂慮以及去美元化。但一些較傳統的因素也起了推波助瀾的作用。
- 黃金與股票和美國國庫債券的相關性低，加上其作為「實體資產」在保護購買力方面的價值，在地緣經濟格局日益分散的環境下，進一步加強。
- 展望未來，我們預期黃金的策略性價值將持續至2026年及以後；短期市場調整或可帶來入市良機。

黃金近期上漲吸引了更廣泛的市場關注，但我們認為，這並未削弱黃金作為多元化投資工具的價值。

我們看到，在長期推動因素的支持下，黃金在多元資產投資組合中日益重要，短期市場調整或會發生，但也可能帶來入市良機。

在我們2025年1月發布的報告《**黃金：閃耀的未來？**》（只限英文版本）中，我們闡述了黃金正步入一個新時代——這一時代由長期的結構性因素所定義：央行需求、財政憂慮以及對美元的依賴程度下降。

我們早前指出，這些因素將提升黃金作為美國國庫債券替代品和策略性投資組合資產的地位。最近一年，這些因素不僅成為現實，也定義了2025年的市場走向。

## 我們的論點得到證實：結構性轉變推動黃金上漲

自從特朗普於2025年4月宣布新一輪的進口關稅以來，黃金價格的升

勢加快。「解放日」震撼市場，華爾街的焦點轉向「貶值交易」——旨在對沖美國信譽受損和關稅風險的投資。

黃金或許已成為這類交易最強而有力的體現。部分市場參與者透過拋售美元和美國資產來應對不確定性，黃金和其他硬資產已成為預期美元進一步走弱的潛在對沖工具。

自4月以來的轉變標誌著黃金市場發展歷程中的一個重要階段。2022至2024年間，各國央行為應對俄羅斯SWIFT制裁和更廣泛的地緣政治分裂局面而希望分散其持有貨幣，推動黃金價格上漲。於2025年，去美元化趨勢蔓延至更廣泛的市場，許多投資者日漸將美國財政壓力和不斷攀升的債務解讀為美元長期不確定性的訊號。流入黃金交易所買賣基金（ETF）的資金不斷增加，顯示投資者對黃金的需求上升，同時各國央行也持續購買黃金。

結果是，截至2025年10月中旬，金價飆升超過50%，近期才出現短期

技術性調整。

## 傳統力量與結構性趨勢並存

雖然上述結構性因素仍是主導因素，但傳統推動因素重現，為黃金的上升勢頭帶來支持。

在我們2025年1月的分析中，我們強調支持黃金的傳統因素——美元走弱、實際收益率下降以及零售投資者買入——在2022年10月至2024年10月期間黃金價格上升超過70%時並未發揮作用。然而，到了2025年，這些利好因素再次增強，支持央行累積黃金、財政憂慮以及去美元化等結構性轉變。結合這些推動因素強化了黃金在日漸碎片化的貨幣體系中作為策略性儲備資產的概念，這種趨勢也使黃金再次成為今年表現最佳的全球資產之一，連續三年表現領先（見圖1）。

我們認為，這一背景更有力地論證了在投資組合中黃金的重要性。



## 黃金日益重要的策略性角色

我們認為，黃金在投資組合中不斷演變的角色越來越清晰。黃金曾主要被視為避險資產，如今已成為一種策略性資產——在財政和地緣政治風險上升的世界中扮演著穩健的基石：

**與傳統資產相關性低**——由於黃金與股票和美國國庫債券的相關性低，因此它是多元資產投資組合中有效的分散風險工具。過往，在市場受壓時期，黃金往往與風險資產脫鉤，在投資組合最需要保護的時候提供保障。儘管股票和債券在通脹或政策造成的經濟衰退中均可能遭受損失，但黃金的表現通常與之相反，有助保護資本，並在經濟週期中緩和回報波動。

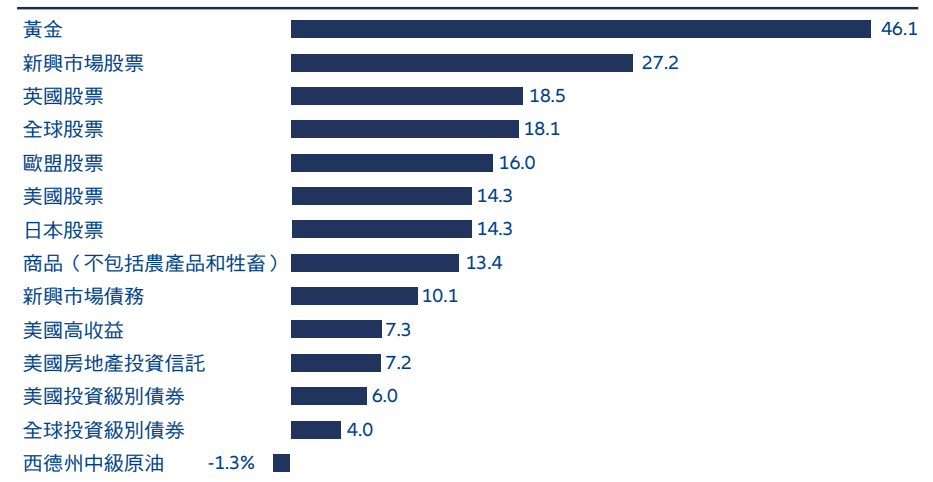
**作為「實體資產」的價值**——同時，黃金日漸展現出「實體資產」的特質，既能保護購買力，亦能受惠於結構性轉變。與價值取決於名義收益率和財政信譽的國庫債券不同，黃金的內在價值不會因通脹或債務水平上升而貶值。在當前政治不明朗、赤字高企及人工智能推動經濟體制的環境下，黃金的表現與股票市場同步向好，這種罕見的市場動態反映了其作為價值儲存和實體資產的雙重特性。

## 在多元資產投資組合中配置黃金

在多元資產投資組合中，我們認為有必要提高黃金的配置，目前一些

圖1：黃金連續三年表現優於其他資產類別

截至2025年9月30日，不同資產類別年初至今的回報



資料來源：安聯投資、彭博數據，年初至今回報，截至2025年9月30日。所用指數包括：LEGATRUH指數、TUKXG指數、BCOMCLTR指數、BCOMXALT指數、SX5T指數、DJUSRET指數、JPEIGLBL指數、NKYNTR指數、NDUEEGF指數、NDUEACWF指數、SPXT指數、NKYNTR指數、NDUEEGF指數、NDUEACWF指數、SPXT指數、BRUEU指數、BRUU指數、NDUEACWF指數、SPXT指數、BRUU指數、NDUE98指數、NDUEACWF指數。

基金經理投資黃金的比重僅為個位數。

基於我們對黃金的正面看法，近年我們提高了部分基金策略性資產配置中黃金的比重。同時，我們認為在當前環境下，黃金或許較其他傳統避險資產更能有效地對沖極端不確定性，因此我們降低了這些投資組合中美國國庫債券的比例。

## 短期策略偏好：礦業股和白銀

我們亦看到了短期策略性地投資黃金的潛力。雖然我們對黃金的策略性立場仍然正面，但自2025年夏季以來，我們在短期策略上更傾向於貴金屬礦業股和白銀。

尤其是礦業股，其價格與金屬價格

的關聯性更強，且估值相對於歷史平均值而言仍然具吸引力。現金流改善亦令生產商能夠透過股票回購和股息來提高股東回報。

白銀同樣受惠於強勁的工業和投資需求，在2025年首三個季度上升超過60%。我們認為，在當前的金屬週期，黃金和白銀礦業股具有較高的上升潛力，尤其是在礦業股和白銀估值相對較低的情況下。

## 展望：結構性牛市，短期策略性微調

展望未來，我們預期黃金的策略重要性在2026年及以後將持續提升。財政失衡、去美元化和地緣政治分裂局面是長期存在的趨勢，不太可能在短期內逆轉。世界黃金協會的數據顯示，2025年第三季各國央行

的黃金購買量依然強勁（較第二季高出28%，較五年季度平均高出6%）。由於近期投資者需求快速增長，投機活動調整可能會導致短期技術性回調，但我們認為這些回調是機會而非市場轉勢。

黃金再次證明了其在股票和定息收益市場均面臨壓力的環境下依然能夠保持理想表現的能力。隨著傳統避險資產的保護作用減弱，黃金的低相關性、實體資產特性、流動性和內在價值使其日漸成為多元化投資組合中不可或缺的組成部分。

總括而言，我們年初識別出的結構性轉變已成為黃金市場的新基本面。金價近期上漲印證了我們的觀點：黃金價格上漲並非意外，而是全球金融秩序變化的必然結果，各國尋求穩定加強了這一趨勢。



## 了解更多有關黃金市場動態的變化 (只限英文版本)

## Gold: a glittering future?

與我們保持聯繫

[hk.allianzgi.com](http://hk.allianzgi.com)

+852 2238 8000

搜尋

安聯投資



讚好我們專頁 安聯投資 - 香港



聯繫LinkedIn帳戶 Allianz Global Investors



訂閱YouTube頻道 安聯投資



關注微信公眾號 安聯投資香港

以上提及的任何證券只用作說明之用，不應視為投資意見、或推介購買或出售任何特定證券或策略。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。

投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。投資者在投資之前應細閱銷售文件，瞭解基金詳情包括風險因素。本文件及網站並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。發行人為安聯環球投資亞太有限公司。

安聯環球投資亞太有限公司（香港金鐘道88號太古廣場二座32樓）是基金香港代表並受香港證券及期貨事務監察委員會（香港鯉魚涌華蘭路18號港島東中心54樓）監管。