

交銀金融

2026 年 7 月號 第 217 期

環球金融市場部研究組

國際黃金市場後市展望： 利率預期主導短線調整 結構性需求支撐中長期上行

摘要

- 今年以來，受流動性需求、趨勢交易及央行緊縮預期壓制，國際黃金價格冲高回落，波動率大幅攀升，令其短線避險功能基本消散。
- 宏觀層面，投資者對美聯儲利率路徑的預期仍然主導短線行情，而從微觀結構來看，機構交投仍然旺盛、央行購金主線仍然明確，亞洲投資者成為市場主導力量。
- 由於美伊衝突仍在拉鋸，疊加中美產業投資帶動全球經濟溫和增長，料金價短線延續區間震盪；而全球「去美元化」及中國黃金市場的發展料將為黃金提供長期結構性支持。

一、黃金市場上半年走勢回顧：波瀾壯闊、衝高回落

- 今年前 7 個月，黃金走勢在創下歷史新高後大幅回落。國際金價年初攀升至 5,595 美元/盎司歷史高位，但其後連續急瀉千點退守 4,000 美元/盎司險關，期間更創下罕見的日內超 10% 暴跌及四十年來最大周跌幅，可見黃金對地緣政治風險以及投資者情緒的變化高度敏感。截至今年 7 月 24 日，現貨金收報 4,051.25 美元/盎司，較其在今年 1 月底創下的歷史高位跌幅接近 27.6%，年內累計下跌 6.2%，在主要資產中表現靠後。
- 與此同時，黃金的價格波動率上升至歷史高位，令其在短線的避險功能基本消失。芝加哥期權交易所黃金 ETF 波動率指數 (GVZ) 與黃金 1 個月價平期權波動率均創下有數據以來第二高位，僅次於 2008 年金融危機。從平均波動性而言，上半年以來黃金平均波動率約為 25.3%，遠高於過去二十年的 16.5%。與其他大類資產對比，從 2025 年底開始黃金波動性開始攀升，在 2026 年上半年持續高於其他大類資產，令黃金短線作為避險品的功能基本完全消失。

圖 1-1：上半年开始，黄金波动性持續高於其他大類資產。

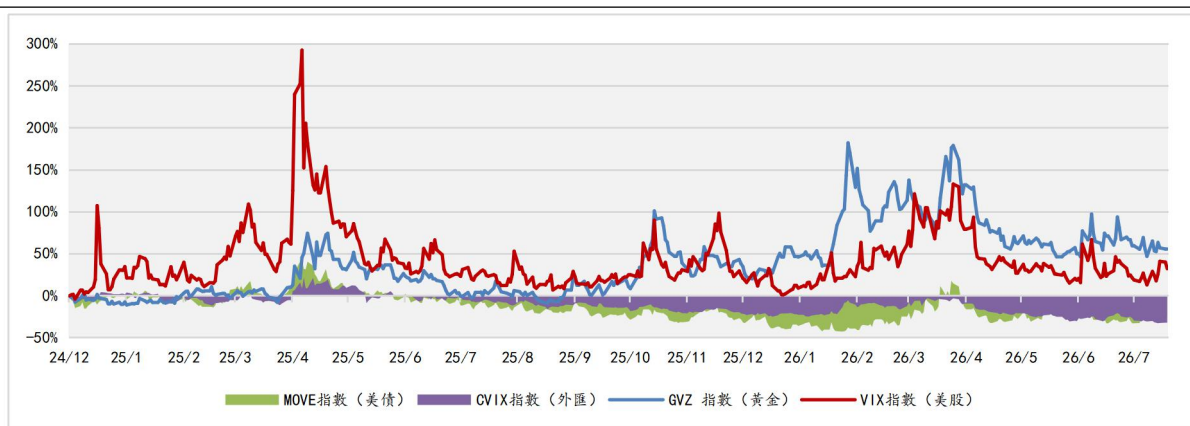
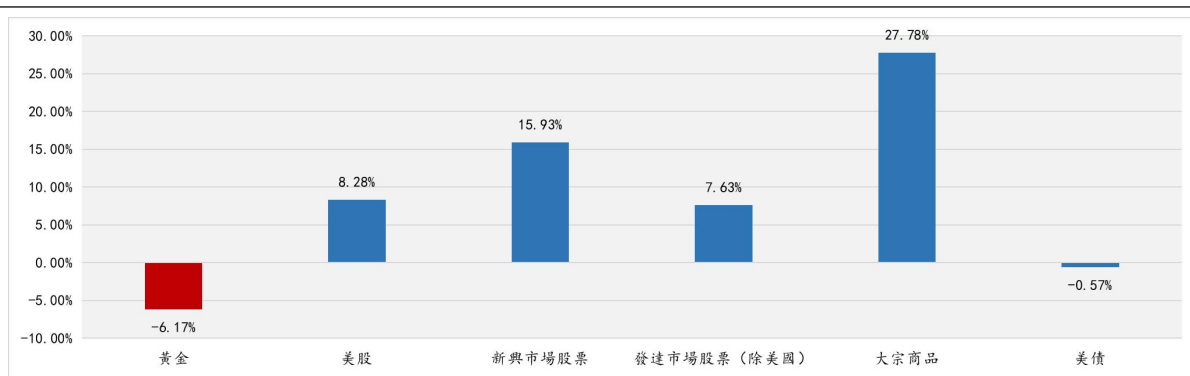


圖 1-2：黄金市值年內累計回落 6.2%，在主要資產中表現靠後



*數據截至 7 月 24 日，所用指數：MSCI 新興市場總回報指數，標普 500 指數，MSCI 全球（美國除外）總回報指數，美匯指數，彭博巴克萊美國債券綜合指數。

數據來源：Bloomberg

（一）宏觀定價邏輯：利率預期、避險情緒及趨勢性交易主導短線行情

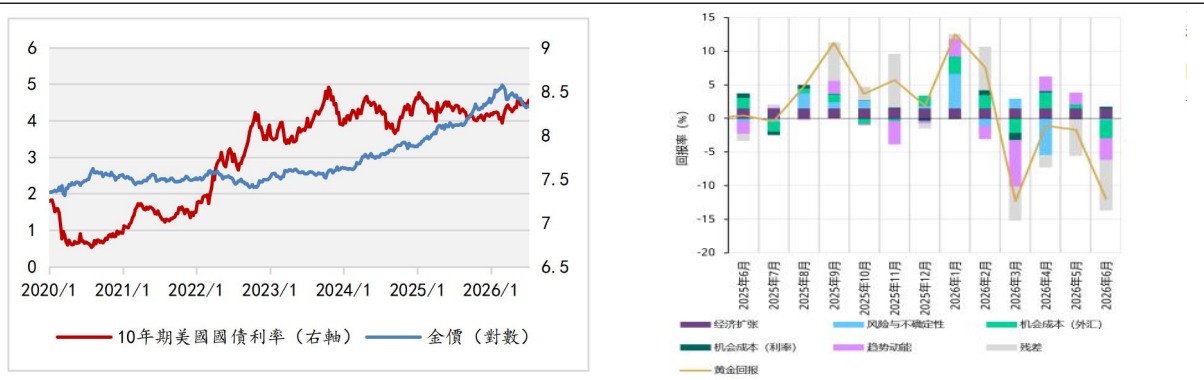
近年來，黄金的定價邏輯已經發生顯著改變。傳統的黄金定價邏輯是，利率是黄金持有的機會成本，而黄金以美元計價，因此金價與美元與利率呈負相關性。但是 2022 年以來這個關係被打破，黄金價格，美債利率與美元指數同時上行。回顧今年上半年的行情，傳統的定價邏輯和單純的避險敘事已不足以解釋黄金今年初單月高達 25% 的漲幅，也與地緣風險真正爆發後黄金反而大跌的實際情況相悖。因此，我們總結影響金價的三大因素：

- **機會成本：**實際利率的起伏和美元的強弱，依然強勢影響黄金作為美元計價的無息資產的相對吸引力。今年黄金價格的大幅回落，其最重要的主導因素就是市場對美聯儲利率路徑經歷 180 度折返跑，2 年期、10 年期美債收益率分別暴漲 75 個及 48 個基點，美國與主要經濟體的利差及基本面分化共同維持美元匯價持續偏強，壓制了以美元計價的無息資產黄金的表現。
- **避險資產：**在地緣政治衝突、金融市場動盪或系統性風險上升的環境中，黄金作為避

險資產和投資組合分散化工具的價值凸顯，驅動投資者為其支付更高的風險溢價，從而推升需求。2025 年全年黃金價格實現 65% 的歷史性漲幅，其背後的核心正是來自於特朗普上任後，市場對美元資產信仰的消散。

- **趨勢性交易：**短期價格趨勢會吸引趨勢跟蹤與投機性資金流入，形成自我強化的正回饋循環，放大既有漲跌動能；而當市場頭寸過度集中時，則易觸發均值回歸，推動價格向長期均衡水準修正。根據世界黃金協會，今年黃金價格的大幅回撤有接近四分之一是由趨勢性交易所貢獻。

圖 1-3：2022 年以來，10 年期美國國債利率與金價同步上升，顯示去美元化是金價上漲的結構性因素
圖 1-4：今年風險與不確定性為金價沖上歷史性高位提供支撐，而趨勢動能及機會成本則是壓制金價的主要因素



數據來源：Bloomberg

具體來看，近年黃金牛市的底層邏輯仍是避險情緒，但今年以來市場行情主要由利率預期與趨勢交易所主導：

- 今年 1 月底之前，黃金延續了 2024 年以來的大牛市。由於 2022 年以來地緣風險頻發，且 2025 年特朗普再度當選總統並發起「對等關稅」，令國際經貿環境經歷劇烈動盪，市場對美聯儲的降息預期抬升。疊加美國財政及貿易失衡帶來的巨額政府債務負擔，美元和美債原本作為避險資產，然而其背後依靠的美國信譽卻成為了風險的源頭，去美元化和終極避險資產的市場敘事成為金價上行的底層動力。
- 從資金面來看，2024 年以來，全球央行持續購金，新興國家央行黃金儲備的同比變化從 2022 年 8 月的低點負 244 噸抬升至 2024 年 1 月高點的 578 噸。非官方部門亦加速購入，全球黃金 ETF 總持倉從 2024 年的 3,200 噸接連攀升至 2026 年初的 4,050 噸。強勁的需求與投資者的趨勢交易令今年 1 月底現貨黃金的 RSI 指數進入極度超買區間，金價盤中創下 5,595.47 美元/盎司的歷史新高。
- 1 月底，黃金開始冲高回落。特朗普提名鷹派人物凱文·沃什（Kevin Warsh）繼任美聯儲主席後，市場在美聯儲加息預期抬升的促發下大量獲利了結。進入 3 月後，黃金受到地緣政治波動的壓力持續下跌，特別是美伊衝突造成全球資產大幅波動，市場參與者流動性需求大增，黃金由於其高流動性成為投資者首選的套現工具，資金由黃金

回流美元。黃金的技術指標進入超賣區間，金價短短一周下跌超 10%，黃金的避險邏輯由於短線流動性需求的對沖，短期來看幾乎失效。

- 此外，美伊戰爭的持久化使得油價飆升且居高不下，通脹預期急升，加之今年受到 AI 投資熱潮，美國增長勢頭較快、勞動力市場也低位企穩，2026 年初市場對美聯儲降息年內 2-3 次的預期被徹底扭轉，並開始計價今年加息可能。5 月下旬全球債市爆發拋售潮，歐美日長端國債收益率齊齊創下歷史新高，持續的貨幣緊縮預期使得黃金進一步跌破 4,500 美元/盎司。
- 進入 7 月，金價進入橫盤震盪。美伊雙方達成初步意向性和平協議，但黃金並未迎來反彈，這是因為能源危機初步緩和後，全球風險偏好顯著改善；疊加各國基本面顯示出溫和復蘇態勢，市場仍然押注主要央行年內加息可能，也壓制了金價表現。特別是美聯儲新任主席沃什在 FOMC 首秀中釋放強烈鷹派信號，強調「通脹紀律」，最新點陣圖也顯示半數官員支持年內至少加息 1 次。在美元指數企穩 100 上方、美債利率居高不下的雙重壓制下，金價在 6 月下旬以來維持區間震盪。

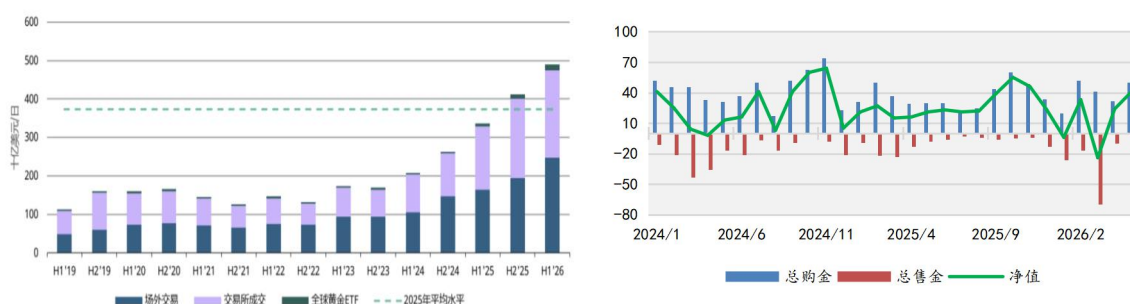
（二）資金面與市場微觀結構：央行購金熱情未減，機構交投創紀錄

✚ 儘管價格經歷劇烈洗盤，但黃金市場的底層流動性與機構參與度卻達到了歷史頂峰。

- 流動性創紀錄，市場交投延續活躍：2026 年上半年全球黃金日均交易額達 4,880 億美元，創下歷史最高半年度均值。其中，倫敦金屬市場協會場外交易日均 2,490 億美元，顯著高於 2025 年水準，凸顯了宏觀不確定性下機構資金的深度參與。此外，全球交易所交易量（包括紐約商品交易所、上海黃金交易所、上海期貨交易所等）也大幅上升，日均黃金交易額達 2,270 億美元，較 2025 年均值高出 22%，世界黃金協會數據顯示全球黃金市場流動性創下 2019 年以來最高水準。
- 全球黃金 ETF 保持淨流入，亞洲需求成為主導：全球黃金 ETF 年初至今仍保持淨流入約 80 億美元，總持倉增加 18 噸，日均交易額大增 73% 至 120 億美元，當中亞洲地區創下有史以來最為強勁的上半年表現，主導了全球黃金 ETF 淨流入。持倉結構上，管理基金淨多倉自 3 月中旬以來保持相對穩定（年初至今僅微降 43 噸），表明大型交易者並未恐慌性撤退，而散戶投資者則更多受短期價格波動驅使。
- 央行購金仍然穩步推進：3 月份流動性危機期間，全球央行罕見出現 30 噸的淨售金量，其中土耳其央行拋售 60 噸，主要是為了平抑油價及美元走高對能源進口及本幣匯率的壓制。但隨著 4 月市場企穩，數據顯示各國央行再度開啟並加快了購金步伐，顯示央行黃金需求底盤依然穩固，為金價提供了長期結構性支持。

圖 1-5：2026 上半年黃金交易量創紀錄，較 2025 年大幅提升

圖 1-6：3 月央行出現罕見淨售金，4 月後重啟並加快購金步伐



數據來源：世界黃金協會、Bloomberg

二、黃金走勢後市展望：短線區間震盪、長期趨勢向上

在經歷了過去半年過山車式的波動行情之後，國際金價的走勢仍然充斥著不確定性。從當前時點來看，我們預計在基準預判情形中，金價年內還是維持在 3,850-4,500 美元/盎司區間上落，但以下因素很可能在某個時刻形成主要決定的力量，並推動金價大幅回升，或另一方面，延續黃金價格 1 月底以來的回撤勢頭。而從長期角度來看，去美元化的趨勢令金價上升勢頭仍然穩固。

（一）地緣政治格局演化：來自美伊衝突局勢與美國中期選舉的不確定性

1、中東局勢前景：低烈度衝突格局料延續，霍爾木茲海峽有限通行，對金價上行空間形成較強壓制

中東局勢反覆拉鋸，國際原油價格先落後升。6 月 18 日，美國與伊朗簽署了旨在緩和衝突並重開霍爾木茲海峽的 14 點諒解備忘錄，令市場對中東能源供給快速復常的期望再度升溫，國際油價大跌，布倫特原油期貨從 4 月 30 日的高位 126 美元/桶回落至 6 月底的 70 美元/桶附近，跌幅接近 45%。

但是三周之後，由於出入海峽的貨船遭到伊朗革命衛隊阻攔，美伊衝突再度升級。

- 美軍對伊朗再度發動多輪空襲，打擊目標已經擴大至港口、橋樑等公共基礎設施，而伊朗也開始反擊其海灣鄰國，誓言「一滴石油也不得通過霍爾木茲海峽」，雙方和平協議實質性破裂。中東局勢惡化令國際能源市場再陷緊張，7 月下旬布倫特原油再度升穿 90 美元/桶關口並逐步向 100 美元關口靠近。
- 中東地緣局勢的變化對金價通常有兩方面的影響。其一是通過輸入型物價壓力提升名義利率預期，令市場持有無息資產黃金的机会成本攀升，壓制金價表現；另一方面，若物價上漲從能源商品擴散至更加廣泛的品類並持續高企，投資者會轉向更加保值的資產對沖系統性風險，則通脹升溫對金價又起到支撐作用。所以目前問題的關鍵在於

中東衝突有多大概率能夠獲得解決，以及其對國際能源市場的衝擊範圍大小。

✚ 考慮到美伊對霍爾木茲海峽通行權的爭奪已成為目前衝突的核心，預計雙方年內都會維持低烈度的衝突格局。伊朗伊斯蘭革命衛隊為鞏固國內執政基礎（獲取財政收入及外交籌碼），且基於目前對伊朗較為有利的戰場形勢，不太可能放棄對海峽的控制，但美國臨近中期選舉，雖然無論是來自共和黨鷹派還是反對黨的壓力都讓白宮難以重啟費用高昂的高烈度打擊，但白宮同時也無法接受伊朗完全控制中東局勢所帶來的政治代價。

➤ 預計今年霍爾木茲海峽的通行流量大約平均為衝突前的 20%-30% 左右，對國際能源供應的影響在 700-800 萬桶/日（扣除沙特、阿聯酋替代性陸上管道 750 萬桶/日左右的增量以及中國原油進口約 500 萬桶/日的減量），疊加經合組織成員國此前釋放的數億桶戰略性原油儲備，預計供需缺口約佔國際能源總需求的 5%，影響相對有限。

➤ 目前布倫特原油期貨反彈在 95 美元/桶附近交投，料國際油價年內都將在 90 美元-100 美元/桶區間上落，較衝突前水平攀升約 40%。但考慮到全球經濟上熱下冷的整體格局以及主要央行偏向緊縮的政策立場，這種衝擊大概率是一次性作用，重演上世紀 70 年代國際能源危機以及 2021 年因發達經濟體政府量化寬鬆而導致大通脹的概率較小。

✚ 從這個角度，若中東局勢維持低烈度對峙格局，國際能源價格中樞會整體較衝突前上調，但考慮到能源供應缺口規模可控，油價進一步上升的空間十分有限。預計發達市場整體物價指標大概率將在二季度見頂，今年年末 CPI 同比增速將在 2.5%-3.5% 區間上落。因此主要央行並沒有太多降息的空間，特別是美聯儲，預計近兩年內都將維持利率在 3.50% 及以上不變，這對金價年內突破 5,000 美元/盎司構成較強的阻力。

圖 2-1：美伊和談反覆拉鋸，令二季度以來國際能源價格先落後升

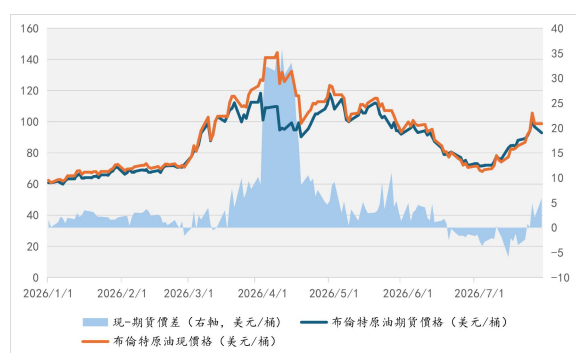
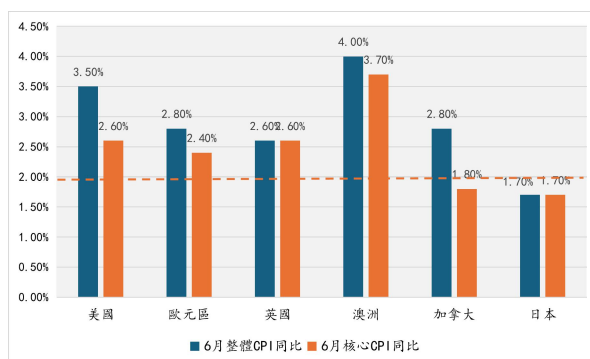


圖 2-2：主要經濟體整體通脹指標由於前期油價下跌而有所回落，但核心通脹仍然粘性較強



數據來源：Bloomberg

2、美國中期選舉：共和黨大概率將失去眾議院控制權，但對市場行情影響有限，美國政策不確定性或對金價形成有限支撐

市場目前關注的焦點還包括美國 11 月將開啟的中期選舉，其結果或將影響白宮在後續 2 年任期中內政外交各項政策的實施效能。本次選舉將改選眾議院全部席位（435 個），以及參議院約三分之一席位（35 個），根據市場預判，由於目前兩黨在國會兩院的實力相對接近，在選民對特朗普政府不滿情緒逐步升高的背景下，本次民主黨有望重新奪回眾議院的控制權，而參議院則有望仍處於共和黨掌控中。

➤ 一是特朗普的支持率已經創下了其第二個任期以來新低。包括皮尤、福克斯、CNN 等進行的民調均顯示特朗普目前支持率基本在 30%-40% 區間，選民的不滿情緒集中於關稅造成的生活成本提升、ICE 執法帶來的社會動盪以及政府在中東衝突中的不利行動等問題。研究結果普遍顯示，現任白宮政府目前仍然未能成功扭轉選民不滿的情緒，若該局面不能改善，對共和黨的中期選舉選情料造成較為不利的影響。

➤ 二是民主黨選民的參選意願較為高漲。根據華盛頓郵報，截至 6 月底美國約有一半的州已經完成初選，而民主黨選民的投票率較上次中期選舉（2022 年）提高了 93%，不論是在競爭激烈還是不激烈的選區，民主黨選民的投票率都顯著升高。目前福克斯預測民主黨和共和黨在眾議院能夠分別鎖定 211 個及 208 個席位，爭奪的焦點在於剩餘 16 個懸而未定的議席，令選情相對較為膠著。

另一方面，包括摩根士丹利等機構也指出中期選舉本身對市場行情的影響較為有限。無論中期選舉結果如何，白宮仍將對市場最為關注的重點政策，包括關稅、外交、監管及移民等問題保持絕對的控制力，因此即便民主黨成功掌控國會，並通過立法、表決程序對共和黨的施政實現了掣肘，但不意味著美國宏觀政策的走勢會出現大幅反轉。因此對黃金而言，政策的不確定性會對避險品價格提供支持，但這種上行動力也相對有限。

圖 2-3：民調顯示特朗普的支持率持續下滑

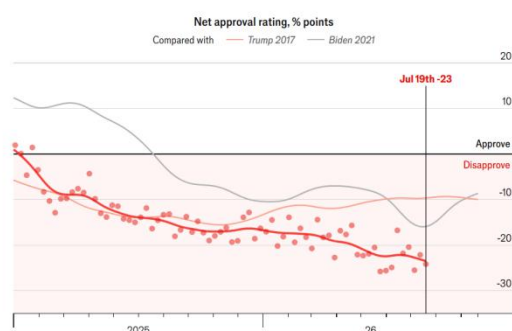
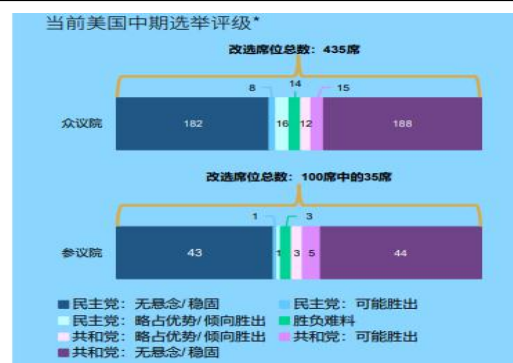


圖 2-4：市場機構初步預測共和黨將會失去眾議院的控制權



數據來源：Bloomberg，經濟學人、世界黃金協會

（二）國際經濟基本面走勢：全球通脹高位上落，經濟延續溫和擴展勢頭

1、通脹及貨幣前景：核心通脹緩慢回落，主要央行料將延續按兵不動

✚ 主要發達市場整體物價增幅由於能源價格的貢獻，基本延續高位上落。截至今年 6 月，美國、歐元區、英國、日本的整體 CPI 同比增速分別為 3.5%、2.4%、2.6%及 1.7%（日本讀數較低主要是因為政府能源補貼的影響），較前值普遍持平或回落，但均高於年初水平，其中超過一半的貢獻都來與能源價格的升跌。從核心 CPI 來看，除日本長期受困於通縮循環之外，剩餘幾個主要經濟體的核心物價指標均高於央行 2%的目標水平，顯示內生性通脹粘性仍然較強。

➤ 後市預判來看，由於今年全球經濟結構分化的特徵較為顯著，與高歌猛進的 AI 相關固定投資相比，全球私人部門消費動能顯著轉弱，疊加去年關稅對商品價格的效應逐步消退，預計下半年核心通脹緩慢降溫將成為基準情形。

✚ 從貨幣政策角度，美聯儲、歐洲央行、日本央行、澳洲央行等主要央行最新的議息會議都傳遞出按兵不動的政策取態，但基本都對通脹上行風險保持了警惕態度，政策立場傾向緊縮。市場目前也預判主要央行基本還有 1 到 2 次的加息空間，3 月以來各國短期限債券利率的大幅上行也反應了市場對政策轉向緊縮的預期。

➤ 但是另一方面，由於消費端需求退坡，企業向終端傳導上游價格壓力的能力也會受限，物價見頂回落的趨勢會讓央行更傾向於採取觀望態度，我們預計年內各央行採取加息行動的概率也較低，適時市場加息押註的消退會驅動各國短期限債息下行，並對金價起到一定的支撐作用。

2、全球經濟增長前景：中美產業投資將持續引領全球經濟維持高景氣度，風險偏好上行及美元強勢或對金價構成壓制力量

✚ 預計今年下半年各主要國家經濟整體還將延續溫和增長的趨勢，中美兩大經濟將引領全球增長。歐洲、日本勢頭偏弱，但總體也處於復蘇通道。

➤ 今年美國五大大型雲計算服務提供商 7,500 億美元的 AI 投資將對全球宏觀經濟增長起到積極的拉動作用。此外，中國今年財政開支將重點落在「十五五」規劃中的「人工智能+」等新質生產力產業及「六個網」重點基建項目建設，預計總投資額合計也將超過萬億美元。

➤ 由於中美兩大經濟體的產業投資擴張，預計全球下半年製造業景氣度將維持較高水平。而隨著市場對中東衝突及其影響逐步脫敏，風險偏好升溫也將壓制黃金的風險溢價，疊加美國與其他發達市場經濟增速、政策利率已經形成明顯分化，料美元的相對強勢也對黃金價格上漲構成短線阻力。

圖 2-5：市場普遍預期個主要央行年內還有 1-2 次的加息空間

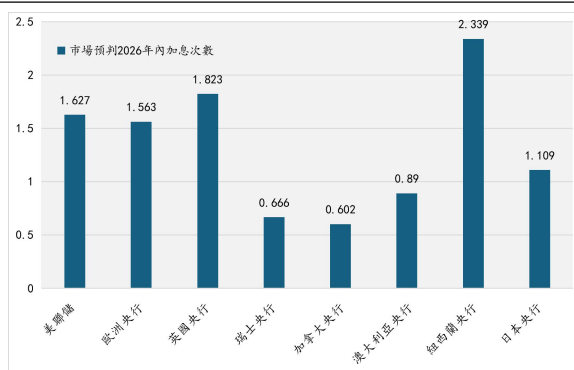
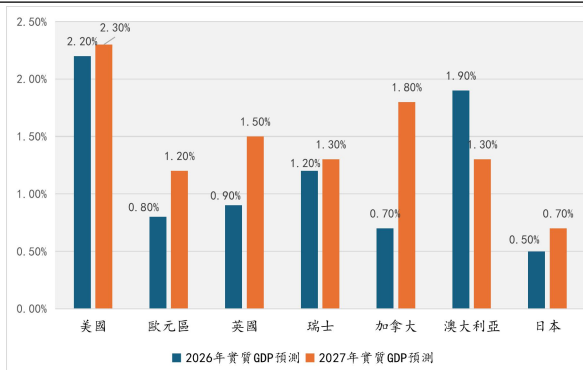


圖 2-6：預計下半年主要地區經濟延續溫和增長勢頭



數據來源：Bloomberg

(三) 結構性需求：央行購金主線仍然明確，長線投資者儲備意願增強

✚ 從更長的時間框架來看，金價走勢實際上具有較強的結構性支撐。由於本屆美國政府的政策加劇了宏觀波動性，全球央行外匯儲備中去美元化的趨勢有所加速，客觀上利好作為美元替代品的黃金價格。除此之外，市場化機構也在風險溢價升高、逆全球化下發達市場通脹高燒的背景下尋求具有對沖性的資產，黃金因其相對保值的特性成為長線投資者較為青睞的資產類別。

1、去美元化趨勢與央行購金方興未艾

✚ 黃金目前已經超過美國國債，成為全球央行儲備第一大資產。根據歐洲央行，2025 年底黃金儲備在主要央行外匯儲備佔比已經達到 27%，較 2023 年底的 16% 大幅攀升，並超越美國國債（佔比 22%）約 5 個百分點，成為全球官方儲備第一大資產。世界黃金協會最新數據顯示，今年一季度黃金儲備增長最快的國家包括波蘭（+31.4 噸）、烏茲別克斯坦（+25.2 噸）、哈薩克斯坦（12.6 噸）以及中國（+7.2 噸），顯示發展中國家對黃金的需求量持續火熱。

✚ 自俄烏衝突以來，央行（特別是新興市場央行）的購金行動重塑了全球資產儲備格局。根據美國財政部數據，目前外國官方持有美國國債達 3.85 萬億美元（佔比 9.7%），在美債存量餘額中的佔比從 2020 年的 17.9%（4.16 萬億）累計下降了 8.2 個百分點，顯示美國非常規政策、巨額貿易逆差與財政失衡已經嚴重動搖了各國官方對美債資產的信心。

➢ 世界黃金協會 6 月的調研也顯示，有 45% 的受訪央行表示預計將在未來 12 個月增加黃金儲備，該比例打破了歷史記錄。總體而言，各國官方增持黃金的勢頭為金價提供了長線支持，市場普遍預期雖然金價短期或將面臨震盪，但其長期價格的上升走勢是十分明確的。

2、長線機構投資者的儲備意願持續增長

- 自 2020 年以來，全球金融市場與前十年相比，一個明顯特征就是宏觀波動性的總體升溫。全球疫情、俄烏衝突、特朗普勝選、對等關稅以及今年爆發的中東衝突等國際政經大事頻發，並對全球資本市場造成了劇烈的衝擊。美國 VIX 指數、BOFA MOVE 債券指數等反應資產波動性的指標均值均較前十年明顯攀升，市場情緒的波動頻次升高、振幅擴大。
- 除此之外，由於美國貿易保護政策（特別是關稅）和疫情、地緣衝突等因素導致的供應鏈受阻，以及各國央行此前的大規模量化寬鬆政策，已經造成發達市場持續的物價上漲。自 2020 年至今，美國與歐元區整體物價累計漲幅分別達到 29% 及 27%，且核心 CPI 已經連續接近五年高於央行 2% 的目標水平，通脹的攀升不僅侵蝕了居民的購買力，同時也壓縮了各類金融資產的實際收益率。
- 基於以上理由，為對沖宏觀系統性的不確定性以及居高不下的通脹，風險偏好更加穩健的長線投資者，包括各國養老基金、保險基金等機構開始轉向大幅增加黃金在資產配置中的比重：根據世界黃金協會，目前全球黃金 ETF 資產管理規模達到約 4,044 噸，較 2019 年底的 2,875 噸累計攀升了 41%。由於美國的產業空心化以及歐洲缺乏創新能力等結構性矛盾，我們預計後續發達市場受製於供應鏈瓶頸與政府債務負擔，本土物價持續攀升的概率非常大，其直接結果就是美元、歐元價值的持續侵蝕，穩健投資者必然會轉向黃金等更加保值的投資品。

圖 2-7：黃金已超過美國國債，成為全球央行儲備的第一大資產

Rising prices boost gold's share in global foreign reserves

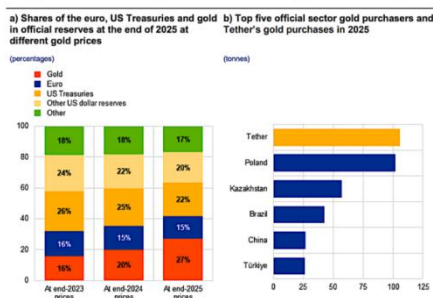


圖 2-9：2020 年來，由於國際政經環境不確定性較大，各類大類資產波動性都較前十年顯著提升

圖 2-8：由於對美國政策不確定性及美國財政失衡的擔憂情緒，外國官方投資者持續減持美債資產

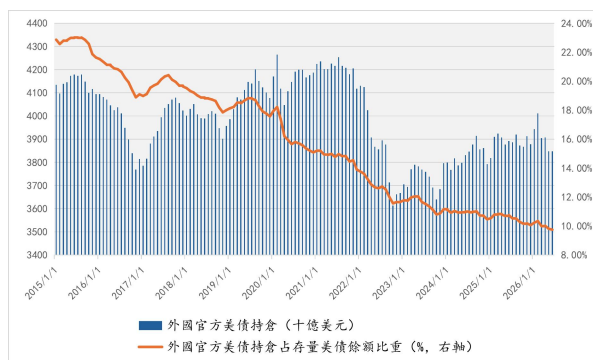
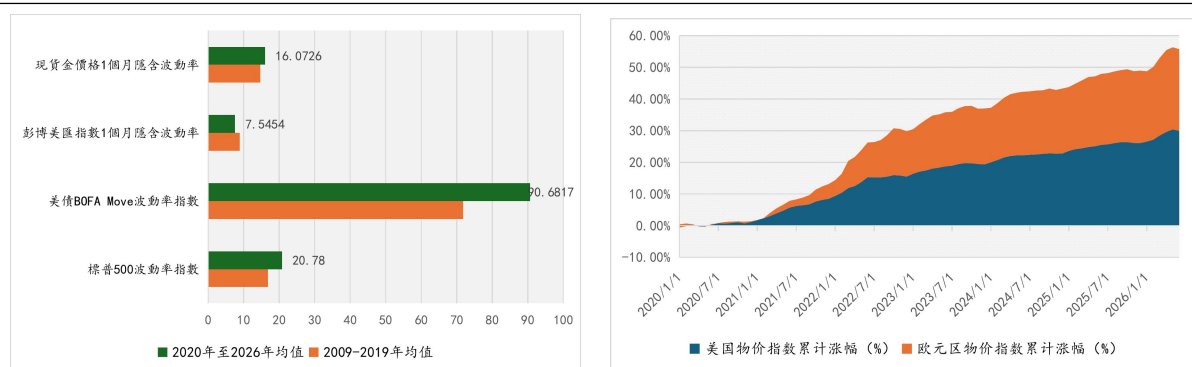


圖 2-10：2020 年以來，主要發達市場由於供應鏈瓶頸以及政府大規模量化寬鬆，通脹指標居高不下



數據來源：歐洲央行、Bloomberg

(四) 技術面指標：黃金的历史波動性與亞洲投資者的需求

1、黃金的历史波動性：目前市場多空力量較為均衡，料內生需求支撐金價探底回升

從 1971 年布雷頓森林體系解體時算起，國際黃金價格（以美元計價）累計出現了 7 次回撤幅度超過 30%。黃金史上最大回撤（發生在 1980 年代初美國大通脹與沃爾克激進加息）幅度超過 110%，而這 7 次的黃金熊市平均回撤幅度接近 60%。目前國際黃金價格已經距其 5,595 美元/盎司的历史高位累計跌去了 28%，較历史平均還有約 30 個百分點的差異，綜合多家機構預測，當前黃金的初步支撐位是 3,850 美元/盎司，若突破該關口，則下一個重要支撐位預計會在 3,500-3,550 美元/盎司附近。

另一方面，從历史經驗來看，黃金的內生需求（消費者、長期投資者與央行）也會在金價出現回撤時為其提供支撐。目前 CFTC 數據顯示黃金投機性持倉已經達到 2023 年底以來低位，並已經出現反轉跡象，顯示前期市場參與者獲利了結後，又有部分投資者開始重新建倉。根據世界黃金協會的數據，1971 年以來國際金價出現累計 29 次幅度超過 5% 的回撤，大部分時間在前期高位回撤約 30% 之後趨於穩定。RSI 指數也顯示目前黃金市場多空力量對比較為均衡，預計金價年內在 3,850-4,500 美元/盎司區間上落的概率相對較大。

2、亞洲投資者的需求：中國黃金交易向前發展，為金價長期走勢提供堅實支撐

除此之外，根據世界黃金協會，今年國際金價的走勢大部分與亞洲與美國交易時段內的市場活動有關。日內分析顯示多數回調發生在美國交易時段（這也呼應了今年美國黃金 ETF 整體淨流出的數據），而反彈則多數出現在亞洲交易時段，顯示亞洲投資者對黃金 ETF 的持續淨買入對沖了西方基金的大規模拋售。隨著亞洲經濟體量持續增長，亞洲投資者與官方對國際黃金市場的影響力逐步擴大，並成為金價舉足輕重的主導因素。

今年中國香港正式邁出建立國際黃金交易中心的历史性步伐，其核心措施包括推出香港黃金中央清算及結算系統、與上海黃金交易所實現「黃金實物互聯互通」以及制定三年內本

地黃金倉儲容量提升至 2,000 噸的階段性目標，以黃金為切入點，構建國際性的大宗商品交易生態圈，為世界黃金交易錨定亞洲基準（特別是人民幣基準）。我們預計隨著中國黃金交易向前發展，國際黃金市場的交易活躍度將顯著提升，並為黃金價格長期走強提供堅實支撐。

圖 2-11: CFTC 數據顯示前期獲利了結的投資者開始重新建仓

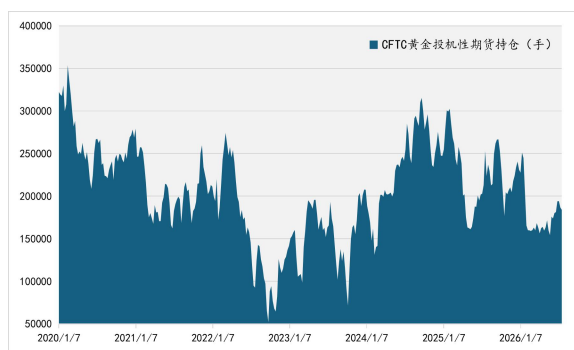


圖 2-12: 日內分析顯示今年黃金價格的反彈主要出現在亞洲交易時段



數據來源: Bloomberg, 世界黃金協會

【免責聲明】

本文件所載的資料和數據乃從交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行(香港)有限公司相信屬可靠之來源搜集，惟本行並無核證該等資料和數據。本文件所載資料只供一般參考用途，並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標或經驗、財務狀況或其他特定需要。

本行對本文件所載資料(包括任何陳述、數據、觀點、意見或預測)之公正性、準確性、完整性、正確性或適時性不作任何保證，亦無義務就該等資料的未來變化作出更新或就所收到的更新內容發出通知。本行不會就任何人士因直接或間接使用或依賴本文件所載之任何內容而蒙受或招致的任何損失承擔任何責任。

在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮個別人士的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何保證。投資者不應只根據本文件而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。本文件

所載資料並不構成亦不應被視為任何投資意見或任何買賣投資產品或服務之要約、招攬或建議。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本資料只供一般參考用途，本文件（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部分。

除非獲得本行的事先書面同意，在任何情況下，任何人士均不得出示、複印、傳輸、複製、摘錄或以任何其他形式或任何途徑轉載、分發或傳送本文件的任何內容予任何人士，或將本文件的任何內容納入另一文件或其他材料中以作其他用途。

本文件由交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行(香港)有限公司製作及發行，並未經香港任何監管機構審閱。