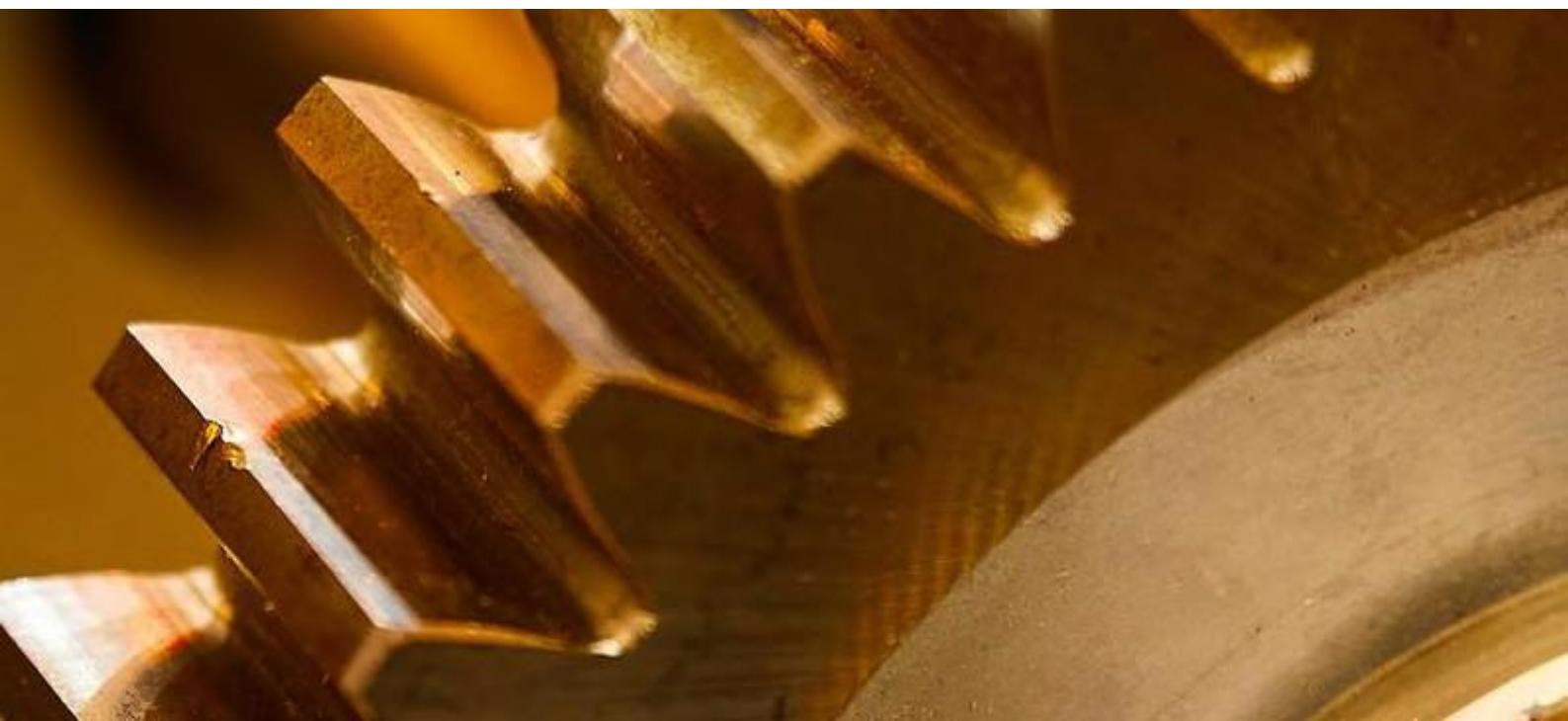


多元化投資 2.0

黃金：投資組合的差異化因素



2025年12月



Jingjing Choi
資深投資組合經理

這是我們針對「多元資產配置的新關鍵因素」系列文章的第一篇。我們想帶大家看看，在全球充滿不確定性的現在，為什麼黃金這個古老的金融資產，正重新受到重視。到底是什麼原因，讓黃金逐漸成為多元資產組合中不可或缺的配置工具，甚至成為提升分散風險的有力幫手？

重點摘要

- 黃金在經歷了幾十年相對邊緣化的地位後，如今重新回到投資人的視野。隨著市場過去的穩定與低通膨時代結束，它的重要性再次被凸顯。
- 黃金近期的上漲，主要受到我們在 2025 年初就觀察到的結構性變化推動，包括各國央行需求增加、財政惡化帶來的疑慮，以及全球去美元化的趨勢。同時，一些傳統的推升因素也持續提供動能。
- 黃金與股票、以及美國公債的低運動性，加上作為「實質資產」所具備的購買力保值特性，在目前地緣經濟更分散、更不確定的環境下，反而變得更有價值。
- 展望未來，我們預期黃金的戰略價值將持續延續至2026年及之後；而短期市場的回檔，反而可能帶來不錯的進場機會。

黃金最近這波強勢上漲確實吸引了市場更多關注——但在我們看來，這並沒有削弱它作為分散風險工具的價值。

我們認為黃金在多元資產組合中的重要性只會越來越高，而且有長期因素支撐。短期內市場可能會有震盪，但這些拉回反而可能帶來不錯的進場機會。

我們在 2025 年 1 月的報告《黃金：前景一片光明？》裡提到，黃金正走進一個全新的時代，主要是受到幾個更長期、比較根本的因素推動——像是各國央行的買盤、財政壓力，以及全球開始慢慢降低對美元的依賴。

我們當時認為，這些因素會讓黃金在投資組合中扮演比美國公債更重要的「替代資產」角色，成為更具戰略性的配置。將近一年後，不但這些因素真的發生了，甚至已經成為 2025 年市場的主軸故事。

我們的看法得到驗證：黃金的上漲，正是由這些結構性的變化所推動。

自從川普在 2025 年 4 月宣布大規模新關稅後，黃金的漲勢就更明顯了。這個被稱為「解放日」的事件，嚇到了市場，也讓華爾街開始把焦點轉向所謂的「貨幣貶值交易」——也就是用來對沖美國信譽下滑與關稅風險的投資策略。

黃金幾乎成了這類「避險交易」的最佳代表。一些投資人面對不確定性，開始減少持有美元和美國資產。對那些預期美元可能還會走弱的人來說，黃金和其他實質資產就成了可以用來避險的選擇。

4 月之後的這波變化，代表黃金故事進入了新的階段。從 2022 到 2024 年，黃金之所以一路往上，主要是因為各國央行在俄羅斯被 SWIFT 制裁、全球地緣政治更加分裂的情況下，紛紛加快腳步分散外匯儲備。

到了 2025 年，「去美元化」的想法已經不只是央行在做，開始擴散到更廣泛的市場。越來越多投資人把美國的財政壓力和不斷攀升的債務視為美元長期不確定性的警訊。黃金 ETF 的資金持續流入，也凸顯一般投資人對黃金的興趣正在升溫，而這股需求與央行的買盤相互呼應。

結果，到了 2025 年 10 月中之前，金價已經大漲超過 50%，之後才出現一波短期、比較技術性的回檔。

在結構性趨勢之下，傳統因素也重新回到舞台

雖然這些結構性的因素仍然是主軸，但一些傳統的影響因素也重新回到市場，進一步推動黃金的走勢。

我們在 2025 年 1 月的分析裡提到，過去那些傳統會推動金價的因素——像是美元走弱、實質殖利率下滑、散戶買盤增加——其實在 2022 年 10 月到 2024 年 10 月這段金價大漲超過 70% 的期間，完全不是主要原因。



但到了 2025 年，這些傳統的順風因素又再度變強，和央行持續買金、財政壓力升高、以及去美元化等結構性轉變相互呼應，一起推動金價走勢。

這些因素同時發生，進一步強化了市場把黃金視為「戰略儲備資產」的概念，特別是在全球貨幣體系越來越分裂的背景下。也因為這股力量的匯聚，黃金今年再度成為全球表現最好的資產之一，連續第三年跑贏多數市場（見圖表 1）。

在這樣的背景下，我們認為把黃金放在投資組合中更重要的位置，理由變得更充分了。

黃金的角色越來越重要

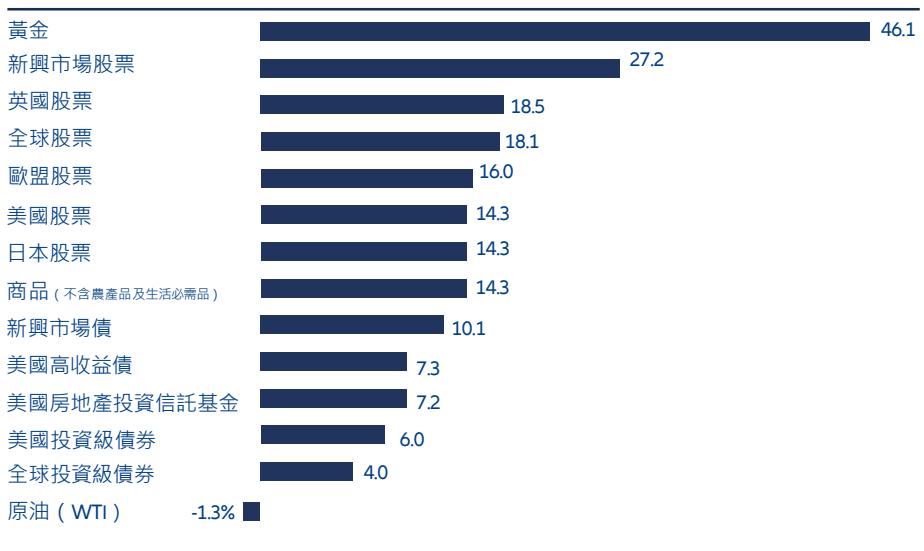
在我們看來，黃金在投資組合中的角色已經變得更清楚。以前大家主要把它當成避險工具，但現在它更像是一種戰略性資產——在財政與地緣政治風險升高的世界裡，充當一個穩定根基。

與傳統資產的低相關性——黃金在多元資產組合裡是很好的分散工具，因為它跟股票和美國公債的連動性都不高。歷史上，在市場壓力大的時候，黃金往往會與風險資產「脫鉤」，在投資組合最需要保護的時候提供支撐。當通膨升溫或政策引發景氣下行時，股票和債券可能同時下跌，但黃金的走勢往往反向，能在不同循環中幫助投資人守住資本、讓報酬更平滑。

作為「實質資產」的價值——同時，黃金越來越像是一種「實質資產」，可以保護購買力，並從一些結構性的變化中受惠。

圖表1：黃金連續三年表現超越其他資產類別

截至2025年9月30日各資產類別年初至今報酬率



註：agri and lv = 農業與畜牧業；WTI = 西德州中質原油；REITs = 房地產投資信託基金；HY = 高收益債券；IG = 投資級債券；EM = 新興市場。

資料來源：安聯環球投資、彭博數據，截至2025年9月30日之年初至今報酬率。所用代碼如下：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、BCOMGCTR指數、LBUSTRUU指數、LF98TRUU指數。

和美國公債不同，美債的價值會受到名目殖利率和財政信用的影響，但黃金的內在價值不會因為通膨或公債飆升而被侵蝕。在現在這個政治不確定性高、財政赤字居高不下、AI 正在重塑經濟體系的環境中，黃金甚至能和股票同時走強。這種情況其實很少見，也凸顯了黃金的雙重特性：既是保值工具，也是實質資產的代表。

基於我們的看法——在目前的環境下，黃金可能比傳統避險資產更能有效對沖極端不確定性——在同一組投資組合裡，我們也同步降低了美國公債的配置。

策略偏好：礦業股與白銀

我們也認為有機會在戰術層面布局黃金。雖然我們對黃金的長期策略立場依然偏正面，但從 2025 年夏天開始，我們在短線上其實更偏好貴金屬礦商和白銀。

尤其是礦業類股，對金屬價格的反應更有槓桿效果，價格漲一點，獲利可能放大不少。而且以現在來看，礦商的評價相較於過去平均水準仍然算是有吸引力的。

黃金在多元資產組合中的定位

在多元資產組合裡，我們認為黃金的配置比例其實可以拉高一些，而不只是一些基金經理人習慣給的那種「低個位數」比重。

也因此，呼應我們對黃金的正面看法，近年我們已經在一些基金的策略性資產配置中，逐步提高黃金的比重。

更健康的現金流，也讓礦商能夠提高對股東的回饋，像是增加庫藏股和發放股息。

白銀同樣受惠於強勁的工業需求和投資需求，在 2025 年前三季大漲超過 60%。我們認為，在目前的金屬循環階段，黃金與白銀礦商都具備更高的上行潛力，尤其是礦商與白銀的評價相對仍偏低的情況下。

展望：結構性牛市伴隨戰術性變化

展望未來，我們預期黃金的重要性會在 2026 年甚至之後持續提升。財政失衡、去美元化、以及地緣政治分裂，都是不會在短時間內逆轉的長期趨勢。

根據世界黃金協會的資料，2025 年第三季各國央行的黃金買盤依然強勁，比第二季多了 28%，也比過去五年的季平均高出 6%。



短期內，隨著市場上投機部位調整，金價有可能出現技術性回檔，特別是在近期投資人需求快速上升的情況下。不過我們認為，這些回檔是買點，而不是趨勢反轉的訊號。

黃金再一次證明了，它能在股票和債券同時承壓的環境下表現得很好。當傳統的避險資產逐漸失去部分保護效果時，黃金的低相關性、實質資產特性、高流動性，以及本身的內在價值，讓它在多元資產組合中變得越來越不可或缺。

總結來說，我們在年初指出的那些結構性變化，現在已經成了黃金市場新的基本面。最近這波金價上漲也再次驗證了我們的觀點：黃金走強不是意外，而是全球金融秩序轉變下的必然結果，加上全世界都在尋找更穩定的資產，讓這股趨勢更為扎實。

深入探索黃金市場動態的變遷：

黃金：前景一片光明？

安聯證券投資信託股份有限公司 | 地址：台北市104016中山北路2段42號8樓 | 客服專線：(02)8770-9828

【安聯投信 獨立經營管理】110金管投信新字第013號

投資涉及風險。投資的價值和收益可能會上升也可能下降，投資者可能無法收回全部投資本金。過往表現不代表未來表現。本文屬於行銷溝通，僅基於提供資訊為目的。本文不構成購買、出售或持有任何有價證券的投資意見或推薦，也不應被視為出售要約或招攬購買任何有價證券之要約。

本文中所表達的觀點和意見如有變更，恕不另行通知，這些觀點和意見是發行時本公司或其關係企業之觀點和意見。本文所使用之數據來自各種被認定為可靠的來源，但無法保證其正確性或完整性，本公司對於因使用這些數據而引起的任何直接或間接損失不承擔任何責任。不論形式為何，複製、發布、提取或傳輸本文內容都不被允許。本文所述之投資機會未考慮任何特定人士的特定投資目標、財務狀況、知識、經驗或特定需求，因此無法獲保證。投資人不能以本文取代其本身之判斷，且應完全為其投資及交易決定負責。