

2026年黃金與黃金股票展望

BlackRock® 貝萊德



Tom Holl, CFA

董事總經理兼
基金經理



Barbara Velado

產品策略副經理

黃金在2025年表現亮麗

黃金在2025年表現突出，金價全年上升60%，突破每盎司4,000美元，並創下50次歷史新高，錄得自1979年以來最強勁的年度升幅。推高金價的主要動力包括投資者對法定貨幣的信心下滑、地緣政治風險升溫，以及金融市場不確定性加劇。此外，政府債務攀升、美元走弱與財政風險擴大，亦進一步支撐黃金需求。展望2026年，我們認為上述因素仍然存在，而黃金表現將持續獲得支撐。

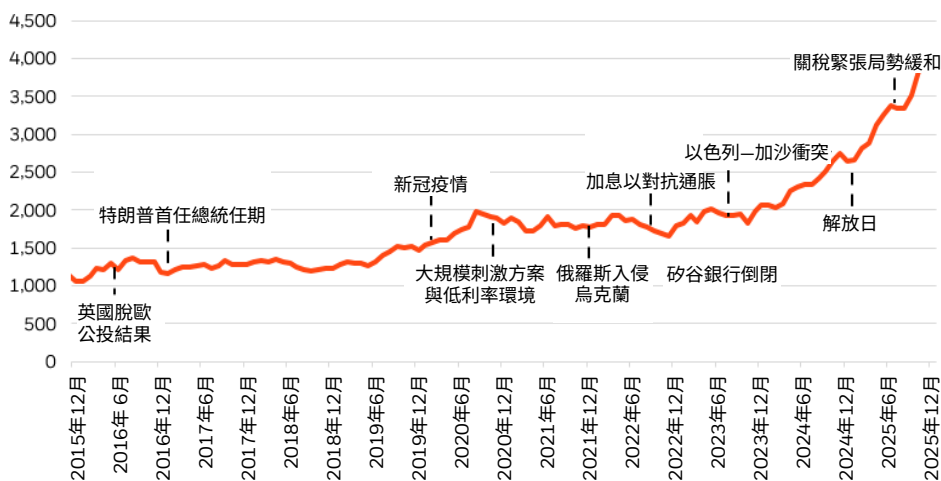
各國央行在2025年持續增加黃金儲備，截至第三季末累計增持634噸。雖然購買量較過去三年回落，但相較過去十年仍屬強勁。2025年的一項調查顯示，95%的央行預期全球黃金儲備將在2026年進一步增加，相關比例高於2024年的81%與2021年的52%。¹由於中國及巴西等經濟體的黃金佔儲備比重仍低於10%，預計央行買盤仍將是支撐金價的關鍵動力。

2025年亦受多項重大地緣政治事件影響，包括「解放日」（Liberation Day）關稅措施的宣佈、俄烏衝突尚未解決，以及中東局勢持續緊張。受多項因素帶動，黃金在日益不確定且碎片化的全球環境中，再次突顯其作為避險資產的核心地位。

金礦公司的表現更為亮眼。以富時金礦指數衡量，金礦股在2025年大升164%。這輪強勁升勢主要受惠於金價飆升、生產成本僅溫和增加，以及企業持續採取有利股東的措施。踏入2026年，金礦股之間的股價表現分化程度，將更取決於各公司在資本配置及策略性增長上的方向，以及持續控制成本的能力。這與2025年形成鮮明對比：當時金礦股表現的分歧，主要取決於各公司營運與財務槓桿差異，從而影響其股價對金價變動的敏感度。

展望2026年，黃金的投資故事將會延續。市場或傾向將黃金在2025年的亮眼表現視為單一事件，但支持黃金表現的核心動力仍然穩固。由於宏觀經濟持續不明朗，加上結構性貨幣貶值引發對貨幣信心與需求減弱，投資者對黃金的配置需求有望延續至2026年。雖然金價飆升已帶動黃金股表現，但在整體股市中，其估值仍然偏低，且往往被投資者忽視。

過去10年黃金價格回顧（美元／盎司）



¹ 世界黃金協會，《2025年中央銀行黃金儲備調查》，2025年6月17日。

2026年 關鍵投資重點

01 政府債務問題 加劇對貨幣資產 的風險規避 需求

我們認為，政府債務已達不可持續的水平，長遠而言將持續推動資金轉向黃金等實體資產，以對沖法定貨幣風險。

02 黃金與黃金相關 股票尚未形成 擁擠交易

儘管2025年表現強勁，投資者對黃金及黃金相關股票的配置比例中仍屬溫和，並非擁擠交易。

03 由金價敏感度 轉向企業表現

我們預計，2026年的重點將側重企業自身表現，而非對金價的敏感度，因此，主動及聚焦基本因素導向的投資方針將更為關鍵。

01 對貨幣資產的風險規避需求

我們認為，已發展經濟體——尤其是美國——國家債務高企且持續攀升，是影響金價走勢的關鍵因素之一。隨著全球債務比率升至令人憂慮的高位，市場對法定貨幣的負面情緒逐漸升溫，促使投資者將資金重新配置至非主權避險資產，例如黃金。

- 對美國體制信心減弱：** 特朗普執政期間，美國政府挑戰部分美國長期被視為穩定支柱的制度，包括聯儲局的獨立性、全球貿易關係，以及美國在地緣政治上的領導地位，導致市場對美元的可靠性以及美國長期政府債券的信心逐漸減弱。美元與美國國債歷來一直被視為可與黃金並列、甚至互相競爭的避險資產，如今其避險地位正受到重新審視。
- 全球政府債務水平令人憂慮：** 美國、日本、英國、法國及加拿大等全球多個主要經濟體的政府債務佔國內生產總值比例已攀升至100%以上。截至2025年底，美國總債務規模已突破35萬億美元，年度財政赤字高達1.8萬億美元。目前，美國利息支出已佔整體公共支出的13%，迫使政府必須設法壓低收益率以控制借貸成本，進一步侵蝕市場對美國國庫債券等傳統避險資產的信心。然而，表面上的「債務佔國內生產總值比率」仍顯著低估了實際風險，因其並未計及龐大的資金承諾，例如迅速攀升的退休金支出。據估計，英國與法國的相關隱藏負債的規模分別相當於其國內生產總值的三至四倍，使各國政府面臨龐大潛在財政風險。
- 通脹持續高企與實際收益率低迷：** 通脹壓力持續，加上結構性偏低的實際利率，正不斷侵蝕法定貨幣的購買力。由於債務水平創下歷史新高，各國政府傾向維持低借貸成本，導致實際利率長期維持在負值的可能性增加。在這環境下，黃金作為價值儲存工具以及對沖法定貨幣貶值風險的資產的角色更為突出。
- 政府支出加速攀升：** 國防預算擴大、人口老化、人工智能引起失業風險，以及疫情以來經濟不活躍人口激增的因素均導致政府支出增加。
- 製造業保護主義升溫：** 各國日益採取保護主義政策，例如推動製造業回流與加徵關稅，對消費者及企業構成額外通脹壓力。

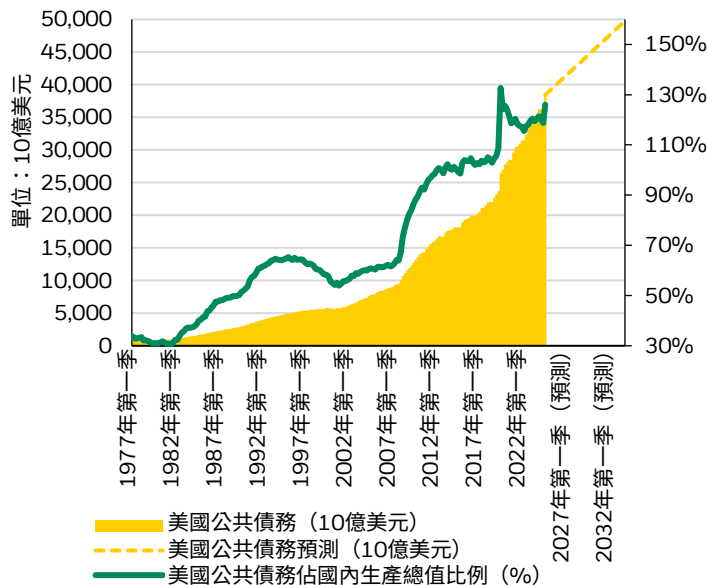
“

黃金類似一種零息、抗通脹的永續債券，且關鍵在於其完全沒有主權發行人風險。”

Tom Holl，基金經理
貝萊德基本因素股票團隊

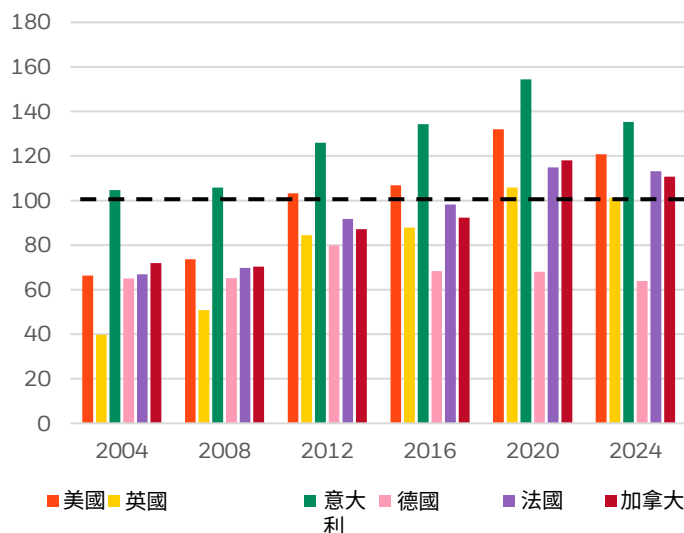


美國政府債務



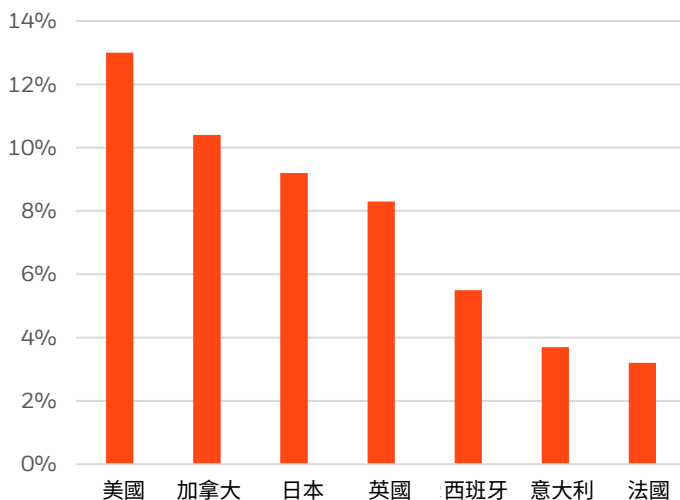
資料來源：DataStream及美國國會預算辦公室預測，2025年9月30日。概不保證所做預測將會實現。

其他主要國家：政府債務佔國內生產總值比例 (%)



資料來源：國際貨幣基金組織，2025年12月15日。

七國利息支出佔總公共支出比例



資料來源：Peter G. Peterson Foundation、國際貨幣基金組織、貝萊德。最新估計截至2025年11月28日。

02 黃金與黃金相關股票尚未形成擁擠交易

在當今不確定的全球環境下，黃金作為價值儲存工具的角色從未如此重要。黃金不僅可在面對尾端風險事件與各種難以預料的突發事件時發揮避險作用，亦能為投資組合提供分散投資優勢，並提高整體抗跌力。然而，整體而言，投資者對黃金的配置仍偏低，且市場往往低估金礦股的潛在投資價值。

持有全球約20%已開採黃金的各國央行，於2025年持續增加黃金儲備，以減少對美元的依賴。事實上，去年黃金佔全球儲備資產的比例自1996年以來首次超越美國國庫債券，成為佔比最高的儲備資產。

COMEX淨長倉合約數目（衡量期貨市場投資者持倉的重要指標）在金價大幅上升期間反而下跌，顯示期貨市場中真正配置黃金的資金未見增加，反而有所減少。這反映了這輪金價升勢主要由基本因素推動，而非來自大量入市的投機性資金，亦進一步支持我們的觀點：黃金尚未形成過度擁擠的交易。

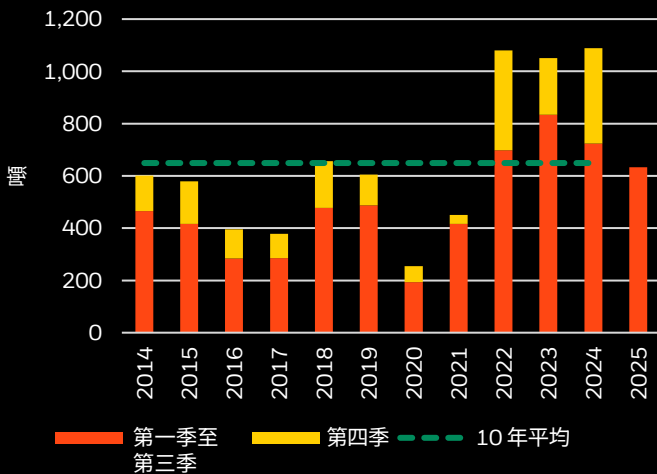


另一方面，2025年投資者對黃金的興趣明顯增加，實物黃金支持的ETF持續錄得穩定資金流入。相關持倉在11月升至3,932噸，創下歷史新高，但僅較2020年10月的高位高出0.4%。

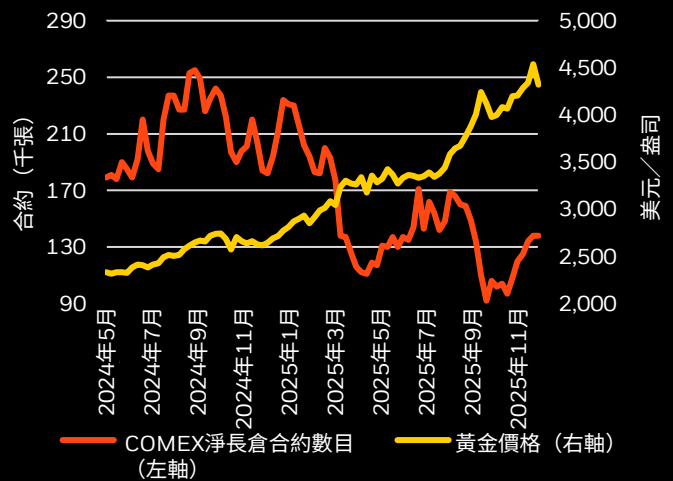


然而，無論是被動型或主動型黃金股票基金，除第三季外，整體而言仍持續錄得資金流出。自2021年以來，流入黃金股的累積資金仍為負值，顯示黃金相關股票仍然是股市中被忽視的領域。

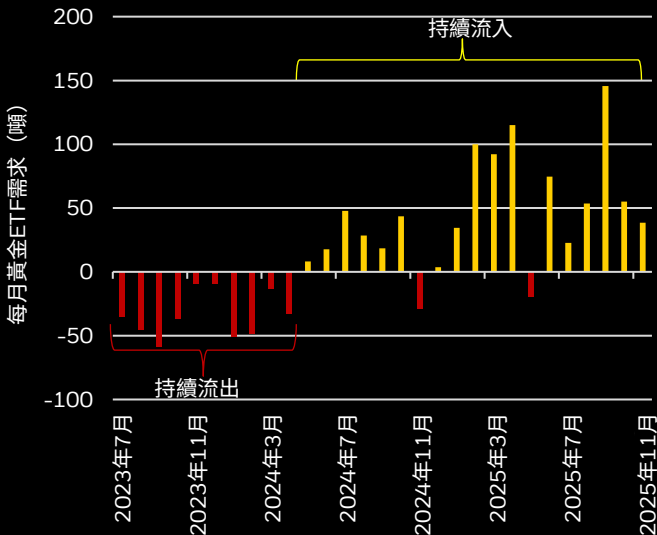
各國央行持續購入大量黃金



COMEX淨長倉合約數目顯示期貨市場並未過熱



資金持續流入實物黃金ETF



金礦股策略至今累積資金流向仍為負值



所示數據與過往表現相關。過往表現並非目前或未來業績的可靠指標。

資料來源：左上圖表：世界黃金協會，截至2025年第三季末；右下圖表：世界黃金協會，截至2025年11月30日；右方圖表：DataStream，2025年12月。股票指數均以總回報列示。年初至今數據截至2025年12月16日。

03

金礦企業的未來表現將取決於企業自身經營與決策，而不僅受金價走勢左右

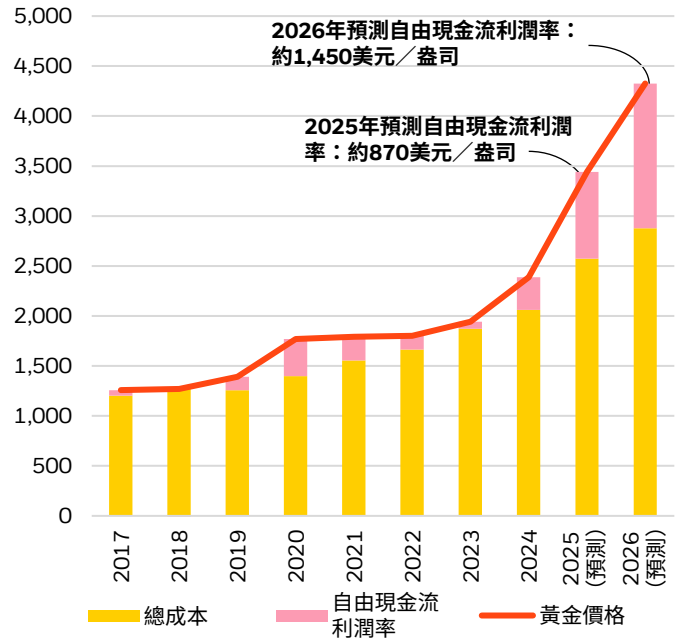
2025年市場關注焦點主要集中在金價大幅上升，帶動對金價敏感度最高的金礦商顯著受惠。展望未來，我們認為，金礦商的表現將取決於企業本身的經營表現，包括營運效率的提升、成本控制，以及能否維持資本紀律，而不再單純依賴金價上升。

2025年，金礦商的利潤率創下歷史新高，主因在於金價飆升，以及勞動與能源成本的升幅較2021至2024年溫和。相關利好因素料將為整體行業帶來強勁且可持續的盈利能力。

展望2026年，我們認為，金礦商的回報將逐漸反映其資本配置紀律。在計入通脹及金價因素後，企業目前的資本開支顯著低於過去高位，尤其低於2011至2013年的水平。相關轉變反映金礦商的財務方向更趨審慎，僅投資於回報門檻更嚴格的项目。在供應偏緊及勘探項目有限的情況下，我們預計行業將出現活躍的併購活動，因企業更傾向「以買代建」——透過收購擴張規模，而非自行開發新礦。

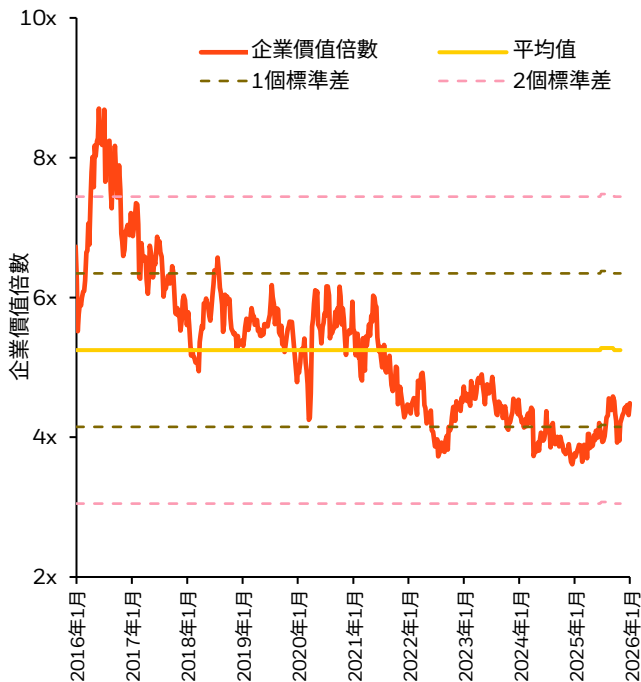
整體而言，金礦商目前的估值倍數仍遠低於歷史平均水平。在資產負債表極為穩健及資本配置紀律保持嚴謹的情況下，我們認為目前的估值受到充分支持；若企業能持續將金價上升的成果回饋股東，而市場亦逐漸認同金礦商的投資價值，相關股票仍具上行潛力。

金礦企業利潤率在2025年飆升至歷史新高



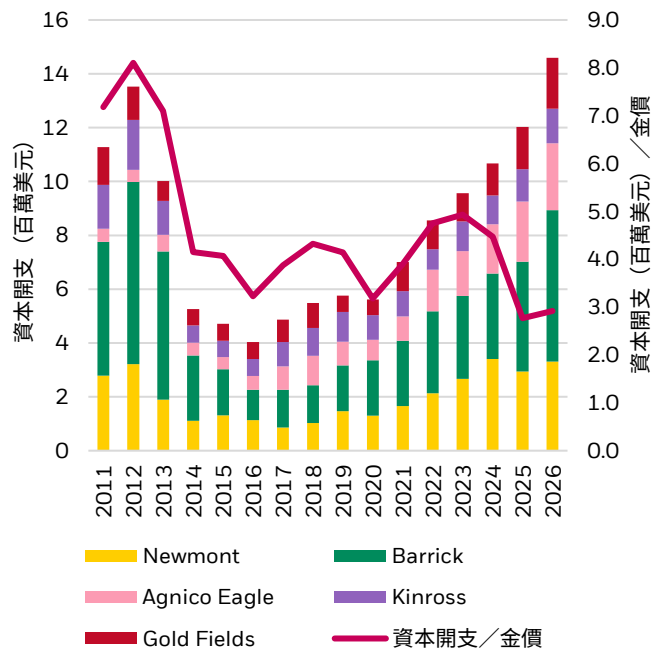
資料來源：Global Mining Research。註：2025年黃金價格基於2025年1至11月的實際現貨價格，以及2025年12月的假設現貨價格。數據日期：2026年1月3日。

黃金機遇：估值仍具吸引力



資料來源：公司報告、RBC Capital Markets估算，2026年1月12日。

經金價調整後的資本開支處於歷史低位



資料來源：公司報告、世界黃金協會，截至2025年11月底。註：2026年資本開支為估算值，數據來源為ScotiaBank。上述公司按市值計為五大金礦商。圖表截至2025年12月15日。

任何意見或預測均為在特定時間下，對市場環境的評估，並非未來結果的保證。投資者不應將本資料作為研究、投資意見或建議而加以倚賴。概不保證所做預測將會實現。

重要披露

本文件由貝萊德編製，不應賴以作為預測、研究或投資建議，也不應構成購買或出售任何證券或採用任何投資策略之建議、募集或勸誘。本文之意見發表於上述日期，並可因應其後的條件轉變而有所變動。本文件所載之訊息及意見取自貝萊德認為可靠的專屬和非專屬來源，並不一定涵蓋所有資料，且無法保證其準確性。因此，並未對其準確性或可靠性作出保證，而貝萊德及其人員、僱員或代理商不會對任何其他形式的錯誤及遺漏所引致的責任負責（包括因疏忽而對任何人士負責）。本文件可能含有非僅基於過往資訊而提供之「前瞻性」資訊。有關資訊可能涵蓋（其中包括）預計及預測。概不保證所做預測將會實現。是否依賴本文件所載的信息由閣下自行決定。本文件僅編製以供參考用，並不構成購買或出售任何證券、貝萊德基金或任何投資策略的投資建議、要約或招攬。一旦根據若干司法管轄區的證券法，貝萊德基金，任何投資策略或證券的要約、招攬、購買或出售行為屬不合法，則不得向該些司法管轄區的任何人提供或出售任何證券。投資涉及風險，過往的表現對未來的業績並不具指示作用。

在香港，本文件由貝萊德資產管理北亞有限公司刊發，並未被香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

未經貝萊德的事先書面批准前，任何人士不得以任何形式或以任何方法（電子、機械、錄製等其他方法）複製、於檢索系統儲存、傳送或分發本文件的任何部份。

©2026 BlackRock, Inc. 或其附屬公司版權所有。BLACKROCK乃 BlackRock, Inc., 或其附屬公司的註冊商標。任何其他商標歸屬於其各自的所有人。