

林俊泓, CFA

研究主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

劉卓男

財資研究經理

marco.lau@shacombank.com.hk

+852 2841 5450

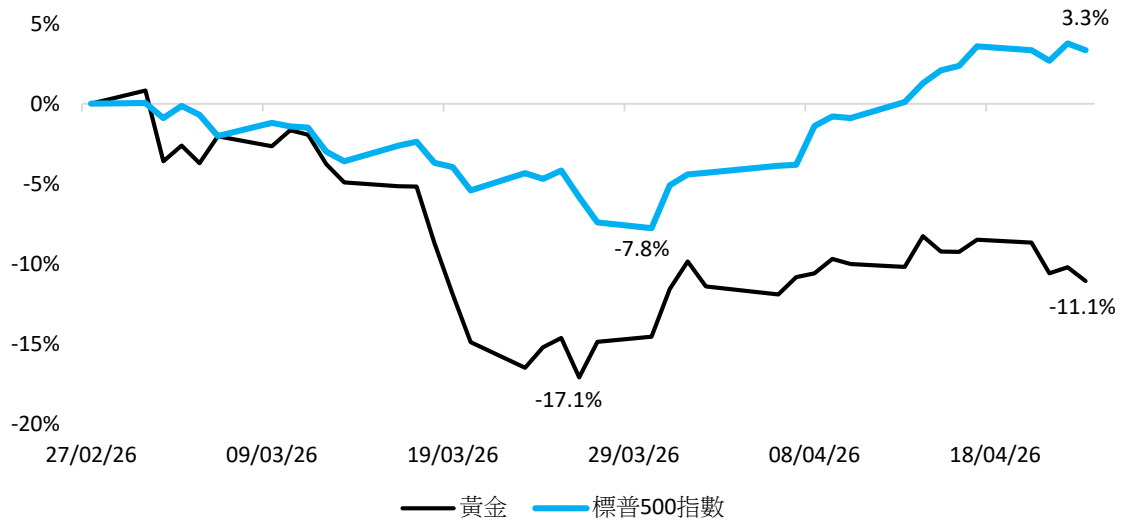
2026年4月29日

摩拳擦掌

- 為抵禦貨幣危機，土耳其央行在情急之下大舉拋售了約52噸黃金。
- 平靜本身並非靜止的。這難免令人聯想到：一旦情況惡化，其他央行恐怕也將被迫動用它們的壓箱家當。
- 我們嘗試以同樣的標準，來識別出類似土耳其的國家。有幾個國家進入了我們的視野，包括埃及、黎巴嫩、烏茲別克及烏克蘭。
- 上述四國央行總共持有約850噸黃金。若與土耳其相同的厄運降臨於它們身上，被迫出售其8.7%的黃金儲備，這筆拋售將相當於每日交易量的3.2%，可能導致金價下跌0.4%。
- 戰爭向來如是。按耐不住揭露底牌往往造成敗局。對於其他人，黃金並未失去其分散風險的獨特價值。

時光荏苒，蘇伊士運河危機七十年後，世界再度陷入一場劍指海上咽喉要道的熱戰。戰火的沉重打擊早已超越原油本身，更撕裂了旅遊業及高度依賴石油的製造商，令受災行業百上加斤。

圖表 1: 黃金與標普500指數表現 (較美伊戰爭前水平)



資料來源: 彭博、上海商業銀行

直覺未曾在我們的分析中扮演重要的席位，但不得不承認，三月下旬金價的急跌吸引了我們的眼光（圖表 1）。當全球聚焦於伊斯蘭堡談判釋出的言論時，一場高風險的博弈正在幕後上演。為抵禦貨幣危機，土耳其央行在情急之下大舉拋售了約 52 噸黃金。與投機大鱷獲利離場不同，主力持有者被迫清算的結果更為深遠。後者敗退，可能成為引發資本撤離的關鍵。

旭日朝露，沛於遐方。如今，土耳其似已停止出售黃金來填補外匯缺口。不過，平靜本身並非靜止的。出口停滯、外債高築及生產力不振並非土耳其獨有的問題。這難免令人聯想到：一旦情況惡化，其他央行恐怕也將被迫動用它們的壓箱家當。

我們嘗試以同樣的標準，來識別出類似土耳其的國家。有幾個國家進入了我們的視野，包括埃及、黎巴嫩、烏茲別克及烏克蘭（圖表 2）。它們各自面臨的困境雖然程度不一，但本質無異。問題在於這些潛在賣單可能為黃金市場帶來多大的衝擊。

圖表 2: 受壓的經濟體

	2026年2月 黃金儲備 (億美元)	2026年2月 黃金儲備 (噸)	2024年 通脹率	近三個月 兌美元匯率	2024年 經常帳差額 (佔GDP)	2024年 外債 (佔GNI)
土耳其	901	595	59%	-3%	-1%	39%
烏茲別克	616	407	10%	1%	-5%	61%
黎巴嫩	434*	287*	45%	0%	-19%	332%
埃及	196	129	33%	-10%	-5%	42%
烏克蘭	41	27	7%	-2%	-8%	101%
總和	2,188	1,445				
除土耳其外	1,288	850				

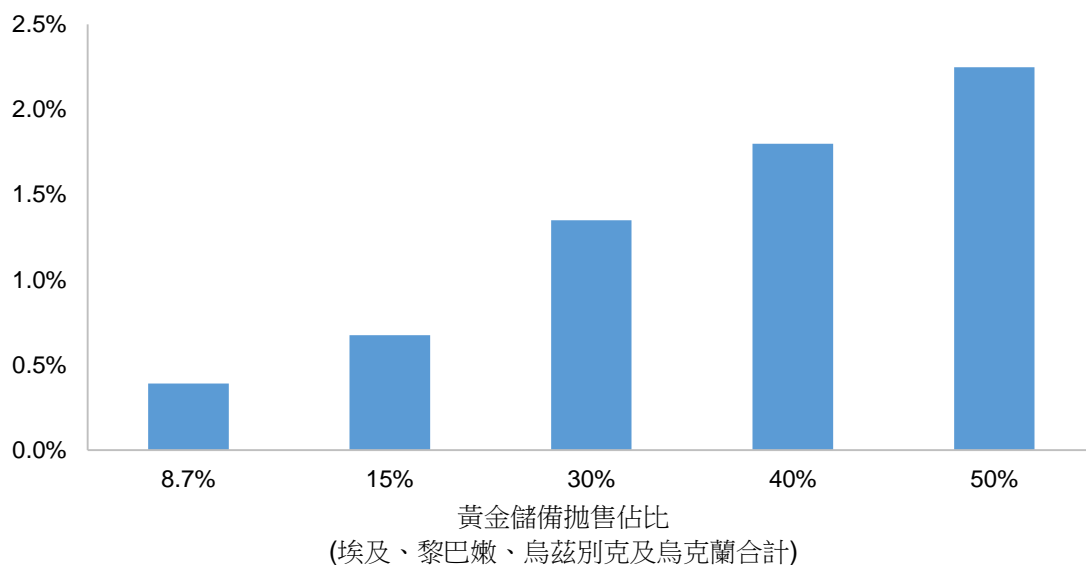
資料來源: 世界黃金協會、國際貨幣基金組織、世界銀行、彭博、上海商業銀行

螢光標示代表該國在相關指標位列全球頭 15 位; * 黎巴嫩黃金儲備數據截至 2025 年 3 月;

讓我們展開解說。上述四國央行總共持有約 850 噸黃金。若與土耳其相同的厄運降臨於它們身上，被迫出售其 8.7% 的黃金儲備，這筆拋售將相當於每日交易量的 3.2%。實證研究表明，大宗賣單引發的價格波動往往遵循平方根定律 (Almgren 2005)。簡單來說：若這些央行果真拋售，可能導致金價下跌 0.4% (圖表 3)。衝擊確實不容忽視，但程度可控。

戰爭向來如是。按耐不住揭露底牌往往造成敗局。對於其他人，黃金並未失去其分散風險的獨特價值。既然如此，不妨盡情享受這場已載入史冊的黃金牛市。

圖表 3: 對金價的永久影響



資料來源: 上海商業銀行

近期研究報告

止息干戈 	2026年4月23日
浩劫降臨？ 	2026年4月15日
閉門造車 	2026年3月31日
風雲色變 	2026年3月25日
曠日持久 	2026年3月19日
獨樹一格 	2026年3月16日
特式悲劇 	2026年3月4日
方艾未興 	2026年2月26日
柿子挑軟 	2026年2月12日
否極泰來 	2026年2月3日
不動如山 	2026年1月29日
明目張膽 	2026年1月22日
2026年全球經濟及外匯形勢展望 	2026年1月13日
蒙福季節 	2025年12月11日
操千曲而後曉聲 	2025年10月30日
蕭規曹隨 	2025年10月6日
如雲變改 	2025年9月22日
順水推舟 	2025年9月18日
舊酒新瓶 	2025年9月9日
以儆效尤 	2025年9月2日
暗渡陳倉 	2025年8月19日
雪泥鴻爪 	2025年8月1日
寧靜致遠 	2025年7月31日
攻心為上 	2025年7月21日
作繭自縛 	2025年7月18日
以靜制動 	2025年6月19日
葉公好龍 	2025年6月12日
明鏡難懸 	2025年6月2日
其動也闕 	2025年5月26日
高曲和寡 	2025年5月15日
寧遲勿謬 	2025年5月8日
皇權長存 	2025年5月6日
愠而致戰 	2025年4月29日

注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情況。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：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。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議（定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍），本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



債券投資風險：債券投資並非銀行存款，

且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯，證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得傭金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為平確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵

權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

利益衝突披露

本行及其內的附屬公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本檔所述全部或任何外匯、證券或投資的倉盤，亦可能會以其名義買賣全部或任何該等證券或投資項目，或擁有與相關內地ETF有關的財務權益；亦可能與相關內地ETF或相關內地ETF的管理公司有業務往來或其他關係。本行可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。