

看世界

# 现货市场的逆袭

## ——涨涨跌跌说白银(上)

□ 韩叙 孙昌岳

# 国际

来稿邮箱 gjb@jirbs.cn

如果挑选2025年全球金融市场中

的“黑马”，白银绝对当之无愧。1年间，白银价格从30美元/盎司一路飙升至80美元/盎司以上，涨幅超过150%；2025年12月26日当天更是创下将近11%的单日最大涨幅。这场行情被许多市场分析人士夸张地形容为“史诗级轧空”。

其实，这一串上蹿下跳的数字，不过是期货市场多年来的日常。

期货是远期现货价格的对冲工具。其基本原理是，利用期货合约和现货市场之间的价格关系，通过在期货市场上建立与现货市场相反的头寸降低风险，实现相对稳定的收益。

举例来说，一家大豆生产商预计未来大豆价格可能会下跌。为了保护自己的收益，他会在期货市场上卖出大豆期货合约。如果自己估计正确，大豆价格真下跌了，虽然现货销售收入会减少，但期货合约的盈利能够弥补损失；如果自己估计错误，大豆价格不降反升，那么现货销售收入上也能

对冲期货市场的损失。

换言之，当今的期货市场虽然越玩越“花”，投机属性也越来越强，但其之所以能在金融市场上翻手为云覆手为雨，“根子”在现货市场上。而且，越是滔天巨浪，“根子”扎得越深。

去年这轮白银行情也不例外。先来看供给端。

很多人可能会奇怪，白银价格都涨成这样了，矿厂难道不该加大开采力度吗？毕竟，按照经济学常识，价格上涨理应刺激供给增加。

但白银偏偏“不走寻常路”——全球70%到80%的白银，并不是从专门的银矿里挖出来的，而是作为铜矿、铅矿、锌矿等矿产的“伴生矿”，被矿主顺手挖出来的。

这个“捎带手”的角色带来了一个严重的副作用：白银产量不取决于白银需求，而取决于铜、铅、锌等主金属的开采计划。这种情况在金属市场上有个专有名词，叫“主产品决定副产品的供给逻辑”。换句话说，白银的供给弹性天生就被锁死了。

和“不动如山”的供给端相反，2025年的需求端却“一骑绝尘”，一堆“金主”齐齐发力，而且个个都是重量级选手。

第一个“金主”是光伏产业。

太阳能光伏可以说是白银需求最大的单一行业了。2025年，光伏行业经历了一次大面积的技术路径切换，许多企业从传统的P型电池转向了N型电池。这种新工艺需要在电池的正反面都

使用银浆来提高转换效率，单瓦银耗比传统工艺高出50%以上。世界白银协会的数据显示，2025年全球光伏用银量预计达到7560吨，较3年前整整翻了一番，占白银总需求的25%以上。光伏已成为白银第一大工业需求领域，堪称“吞银巨兽”。

第二个“金主”是电动汽车。

资料显示，一辆纯电动汽车的白银用量为传统燃油车的2倍到3倍，电池管理系统、充电接口、车载电子设备等都需要白银的参与。2025年全球电动汽车用银量达到2566吨，年增速12%，占汽车行业白银总需求的比重已经达到三成。同时，充电桩也是个耗银大户。目前仅中国的公共充电桩数量就有差不多500万座，每座直流快充桩大约需要1.5公斤白银。这个以前并未引起大多关注的环节，正在成为白银需求的新增长点。

第三个“金主”来自人工智能(AI)数据中心。

随着AI浪潮席卷全球，数据中心建设进入狂飙模式，而每一个服务器机柜里都少不了白银的存在。此外，训练一个GPT-4级别的大模型大约需要10万块GPU，每块GPU仅封装材料里就含有20克白银。多家机构认为，2025年AI服务器用银量将达到550吨到650吨，较2024年增长55%到65%。

而这仅仅是钱包最鼓的三大“金主”，还有更多小“金主”也在眼冒绿光。在各方的“齐心协力”下，白银的需求曲线不是在缓慢爬坡，而是“坐上了火箭”。

更让白银现货市场紧张的是，还有一个更大的产业正处在技术突破的边缘——固态电池。目前，包括中国、韩国、日本等在内的多个国家都在发力这一赛道。已有企业宣布，在银碳复合层固态电池技术上取得突破。根据该公司发布的报告，新技术能有效解决快速充电问题，“充电9分钟、续航600英里、电池寿命20年”的科幻场景正在走向现实。有行业研究

机构测算过，即便这种技术的渗透率仅为全球市场的20%，每年也将额外带来1.6万吨的白银需求，相当于当前全球年产量60%。

如今的白银正在经历身份的巨变，从“工业添加剂”变成“战略能源金属”。而当白银需求从工业舞台的边缘走向中央，整个游戏规则都会被改写。

需求“猛如虎”，供给“原地杵”，中间的缺口靠什么来填？以前还能靠库存。但2025年，这道最后的防线也宣告失守。最新数据显示，伦敦金银协会的可交割白银库存已经降至233吨，为10年来最低水平；上海期货交易所的库存也跌破了519吨的警戒线。2025年全球白银库存消费比降至0.75，意味着现有的库存仅够支撑9个月的需求。更关键的是，那些还趴在库房里的白银，大部分已经“名花有主”了——要么被ETF(交易所开放式指数证券投资基金)锁定，要么被大型机构囤积，真正可以随时交割的自由流通量几乎归零。

当供需缺口严重到如此程度，定价权不可避免地由期货市场回流到了现货市场。

2025年10月之后，市场上出现了一个极具象征意义的信号——现货溢价。伦敦的白银现货价格一度比纽约期货市场高出2美元/盎司以上。这意味着，引导价格的不再是金融市场的投机客，而是那些为了维持生产线不停摆而不得不高价抢银的工厂。

总体来看，如果你没有意识到白银在当代经济中地位的变化，就无法理解这轮价格暴涨。而无从理解这轮暴涨的现货逻辑，又恰恰为期货市场上另一场残酷厮杀埋下了伏笔。且看下篇分解。

悦读

# 追不上的“聪明钱” 踩不尽的坑

□ 陈晨

最近几年，财经新闻里有个词出现得越来越频繁——“聪明钱”。

“聪明钱”究竟是什么？

在国际投资巨头先锋领航集团前董事长杰克·布伦南与高级顾问约翰·沃斯合著的《抗风险投资》里，有一整章专门回答了这个问题。

所谓“聪明钱”，指的是那些拥有专业分析能力、信息优势、深厚研究资源以及更成熟投资策略的资本。一般认为，相较普通散户的资金，“聪明钱”拥有巨大优势：其操盘者通常具备丰富的专业知识；许多知名基金经理拥有强大的逆向思维能力，敢于在市场极度恐慌、散户集体割肉时逆势买入，又能够在市场陷入狂热、估值出现泡沫时悄然撤退；他们中的绝大多数极度注重基本面与安全边际，很少追逐无题材支撑的短线炒作；等等。

不过，《抗风险投资》一书却用一堆案例戳破了这个“幻象”：“坦率地说，这个词已经被滥用了，人们用它来随机指代一些看上去非常老练的形形色色的投资人，在有些人的臆想中，这些投资人仿佛掌握着成功的秘籍，却不为外人所知。不要相信这些。”真实情况是，他们只是一群经验更加丰富的人，但只要是人就会犯错，踩到坑时一样会栽跟头。

一个最典型的案例就是耶鲁捐赠基金。熟悉资本圈的人都知道，美国顶尖大学的捐赠基金会一直是全球“最强大脑”集中的地方，而耶鲁捐赠基金更是传奇中的传奇。但即便是这样的顶级机构，在2008年国际金融危机爆发时，也一样栽了跟头。

在此之前，耶鲁一直以大胆配置另类投资(如私募股权、对冲基金、风险资本等)而著称。这种策略在过去十几年里

为其带来了远超市场平均水平的回报。然而，当金融危机来临时，这些另类投资的低流动性特质，差点让耶鲁陷入困境。这个案例告诉我们一个非常重要的道理：即便是“聪明钱”，在市场极端情况下也会面临流动性危机，投资人需要卖出投资并回笼资金的时候，不一定能马上办到。这其实是一种“流动性溢价”——用牺牲流动性的代价换取更高的潜在回报。

这个教训对普通投资者来说更加重要。和机构投资者不同，普通投资者对于流动性的需求度更高。许多人在做投资决策时，往往只盯着收益率，顶多再评估一下风险，却很少考虑变现能力，导致一旦出现特殊情况急需用钱，手头的资产根本卖不掉，而所谓的高回报说到底不过是“纸面富贵”而已。

因此，本书给普通投资者的一条重要建议是：在接受流动性很低的投资品之前，先对自己的抗风险能力进行一次压力测试。问问自己，如果这笔钱三五年都拿不出来，会不会影响正常生活？如果市场暴跌时需要用钱，有没有备用方案？

另一个建议则与投资节奏有关。最近几年，市场上出现了一些用“聪明钱”噱头吸引客户的投资平台。这里的问题在于，机构资金的流向数据存在明显的滞后性。当普通投资者在APP上看到“\*\*资金今日净流入\*\*亿元”的时候，这笔钱很可能已经完成了建仓，股价也已经涨了一波。普通投资者要是在这个时候跟风买入，别说吃肉，汤都不一定能喝上一口。

还有就是投资周期。机构资金的投资周期和个人完全不同，机构的投资周期普遍较长，比如社保基金类产品甚至可以持有股票数十年之久。但普通投资

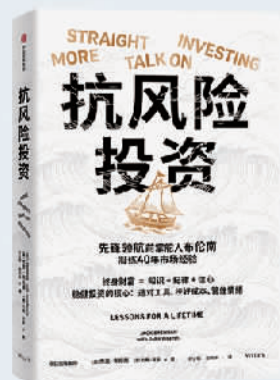
者很难有这样的耐心。这就导致了一个非常尴尬的局面：普通人可以跟着“聪明钱”买入，却很难像“聪明钱”那样拿住，最后往往是追涨杀跌，两头挨打。

最后，也是本书发出的“灵魂之问”：挣多少才算够？

作者提醒，普通投资者很容易陷入一种焦虑，总觉得自己赚得不够多，总想找到更高的收益率。为了追求那多出来的几个百分点，人们可能会去买自己看不懂的产品，去承担自己承受不了的风险，结果往往是得不偿失。所以，在开始投资之前，不妨先问问自己：我的理财目标是什么？是想安稳地过好这辈子，还是想赌一把大的？

“聪明钱”确实有它的过人之处。但对于更多普通投资者来说，与其盲目追逐“聪明钱”的身影，不如先攥紧自己的钱袋子，揣摩一下“聪明钱”的“思考方式”，梳理一下“聪明钱”踩过的坑。

就像《抗风险投资》里反复强调的，经验是个严苛的老师，他总是先考试，再传授知识。与其等市场给我们上一堂昂贵的课，不如先从别人的经历中学点什么。



清晨，一声汽笛划破薄雾，从中国广西南宁驶来的T8701/MR2次列车在越南河内嘉林站缓缓停稳。车门打开，旅客们拎着大包小包鱼贯而出。有人小跑着奔向等候的亲人，还有人举起手机在站台拍照留影……

这是中越国际联运旅客列车一个平常的早晨。列车抵达前，嘉林站工作人员早已开始忙着清理站台、播报通知。站内，中越双语时刻表十分醒目，双语提示牌随处可见。“我们的首要任务是保障旅客在每个环节都能便捷出行。”嘉林站站长阮青龙说。

中越国际联运旅客列车每日对向开行：北京时间18:05从南宁始发，次日6:30抵达河内；返程列车22:20从河内出发，次日10:06抵达南宁，单程运行约12小时。

2009年1月1日列车首次开行时，兰秋霜还是车上的一名广播员，如今已成长为列车长。兰秋霜告诉记者，每趟列车都配备掌握中文、越南语和英语的乘务员，列车广播也是三语播报。“旅客不用担心语言障碍，有问题也能及时得到帮助。”

这趟跨境列车曾一度因疫情停运，2025年5月25日恢复开行。列车恢复开行后的首个春运，车票连续多日售罄。记者当时登车采访时，常年在越南工作的中国湖南籍乘客邓艳指着身旁几节车厢说：“这里坐着的都是我的同事，公司放假后用大巴把我们送到车站，就为回家过个团圆年。”

记者从越南铁路总公司获悉，截至4月13日，列车恢复开行以来已发送旅客约2.5万人次。商务往来、探亲访友、旅游观光、留学求学的旅客络绎不绝。越南铁路总公司副总经理阮正南把这趟列车比作一条纽带，“不只是交通工具，更是越中两国合作的象征”。

列车上，除中越两国旅客外，还有不少来自其他国家的游客。兰秋霜说，一节车厢就像一间间“会客厅”，常常看到不同国籍的旅客坐在一起交谈，有的互换零食，有的分享旅行攻略，还有的互教母语，说着“你好”和“谢谢”。

夜幕降临，汽笛再次响起，更换车次后的MR1/T8702次列车即将驶向中国。列车日复一日穿行在山水相连的土地上，对旅客而言，它是一扇窗、一座桥，更是一条安稳的回家路。

胡佳丽

刘

颖

林凡诗

这走

本版编辑 王一伊 美编 高妍