

經濟透視

國際白銀價格自去年4月突破每盎司26美元的大型通道頂部後，開啟了一輪快速上漲行情，最高觸及34.9美元，漲幅顯著跑贏金價。然而，過去四個月銀價陷入橫向震盪，市場交投趨於平淡。儘管短期動能不足，但投資者對白銀中長期前景仍持樂觀態度。

AuAg Funds創始人Eric Strand指出，若金價升至3000至3300美元區間，白銀有望衝擊42至47美元，中期甚至可能挑戰2011年創下的近50美元歷史高點。白銀兼具貴金屬與工業金屬屬性，長期面臨供不應求局面，疊加庫存持續消耗，是潛在利好銀價走勢的重要因素。

大公報記者 劉鎮豪

儘管國際金價今年2月突破每盎司2900美元創歷史新高，白銀卻徘徊於30美元關口附近，上周五收報32.23美元，被坊間戲稱為「白菜價」。若單純以絕對價格衡量白銀估值有失偏頗，但以「金銀比」（GSR黃金價格/白銀價格）衡量，當前市場已現極端分化：過去百年間金銀比均值約為60，波動區間為25至100；2010年至今均值升至72，而當前比值已突破90，表明白銀相對黃金處於歷史性低估水平。

中長線有望上試50美元

白銀並非始終落後於黃金。2024年4月突破關鍵阻力位後，同年10月衝高至34.9美元，累漲39%，遠超同期黃金22.6%的升幅。然而，隨着金價屢創新高，白銀較2011年4月的歷史峰值49.8美元仍有顯著補漲空間。

儘管近月銀價表現乏善可陳，部分投資者對後市依然樂觀。Strand認為，金銀比率已高及90，大大提升白銀的投資吸引力，今年或者會降至70；只要每盎司金價升到3000至3300美元，銀價格便會見42至47美元。中長線而言，金銀比率未來幾年有機會進一步降至30，推動銀價挑戰50美元關口。2011年美國量化寬鬆推動經濟復甦期間，金銀比一度跌至32，印證極端比值回歸的可能性。

市場對白銀短期目標存在分歧。盛寶銀行大宗商品策略主管Ole Hansen相對謹慎，預計銀價將升至38美元，金銀比回落至75；瑞銀則強調需滿足金價企穩與工業復甦兩大前提，方有望實現12個月內38美元的目標。激進派如Strand則着眼於更長期的結構性機會，認為白銀將受益於貴金屬牛市與工業需求共振。

全球庫存近十年低位

推動商品價格上漲，離不開兩個要素：需求、供應。世界白銀協會數據顯示，2023年全球白銀需求總量為11.95億盎司，同比下降6%，但工業需求逆勢增長11%至6.55億盎司，佔比過半。Metals Focus董事總經理Philip Newman和礦產供應主管Sarah Tomlinson相信，2024年需求將回升至12.1億盎司，工業應用（光伏、新能源汽車電子）成為主要驅動力。

供應方面，2019年至2023年全球礦產銀產量複合年增長率為-0.2%，2023年總供應量（含回收）同比下降1%至10.09億盎司，連續第四年出現缺口。截至2024年11月末，全球交易所白銀庫存已降至不足4萬噸，逼近十年低位。白銀供應小於需求，為銀價奠定有利條件。

道明證券資深大宗商品策略師Daniel Ghali表示，白銀的格局異常強勁，這是當今大宗商品市場上最令人信服的案例。



▲儘管近月銀價表現乏善可陳，部分投資者對後市依然樂觀。

白銀長期供不應求 追隨金價持續攀升



▲若金價升至3000至3300美元區間，白銀有望衝擊42至47美元。



工業用途廣泛 佔總需求逾半

未來趨勢

商品供需狀況是影響價格變動的重要條件。白銀是否值得長期持有，投資者必須留意白銀供應與需求趨勢。白銀需求主要來自首飾、投資和工業三大領域，以下將逐一拆解這些領域的需求變化。

首飾需求：現代人對銀飾需求疲弱，世界白銀協會數據顯示，2023年全球白銀首飾需求約2.03億盎司，按年減少13%。與2014年的1.93億盎司相比，過去10年銀飾需求僅增長5%，顯示市場停滯不前。Metals Focus董事總經理Philip Newman估計，2024年銀飾需求可能略為回升5%至2.12億盎司，但整體來看，首飾領域難以成為推動銀價上漲的主要動力。

光伏產業用銀增長64%

投資需求：白銀投資需求主要來自銀幣和ETF（交易所交易基金）。2024年美國掛牌ETF共增持白銀約1550萬盎司，但投資者在銀價下跌時傾向拋售，2025年首兩個月ETF減持白銀559萬盎司。2023年全球投資用白銀需求為2.43億盎司，按年減少27%。因此，依賴投資需求推動銀價上漲的前景並不樂觀。

工業需求：2023年全球工業用銀量達6.55億盎司，按年增長11%，佔全球白銀總需求的54.6%，是白銀市場的核心驅動力。白銀的工業用途廣泛，涵蓋光伏、電子、汽車、化妝品等領域，其中光伏用銀增長最為顯著，2023年按年增長64%。

光伏產業是白銀工業需求的重要來源。彭博估計，2024年全球光伏裝機容量將達到592吉瓦，按年增長33%。中國光伏行業協會名譽理事長王勃華預測，2024年全球光伏新增裝機量將按年增長35.9%，2025年樂觀情況下增長10%。

白銀供應主要來自礦產銀、回收銀。2023年礦產銀約8.29萬盎司，按年減少1.1%。事實上，全球礦產銀產量於2014年至2023年間減少約5300萬盎司。相對地，回收銀產量穩定增加。2023年回收銀1.79億盎司，按年增加約200萬盎司；2014年至2023年間，回收銀增加1900萬盎司。

總括而言，2023年白銀總供應量為10.09億盎司，需求為11.98億盎司，需求較供應多出1.89億盎司。世界白銀協會數據顯示，2024年白銀供應量增加至10.26億盎司，需求約12.08億盎司，求過於供情況沒有改變。

近年白銀供應與需求情況



註：2024年為估計數字

資料來源：The Silver Institute

專家對銀價後市展望

AuAg Funds創始人 Eric Strand

● 如果金價處於3000至3300美元/盎司，白銀價格最有利見50美元/盎司

彭博社宏觀策略師 Simon White

● 從歷史上看，相較於黃金，白銀價格非常便宜，擁有巨大上行潛力

道明證券資深大宗商品策略師 Daniel Ghali

● 白銀的格局異常強勁，這是目前大宗市場上最令人信服的交易

註：國際白銀價格上周五收報32.53美元/盎司

盛寶銀行大宗商品策略主管 Ole Hansen

● 看好白銀，因兼具貨幣和工業金屬的雙重角色。銀價有機會升至38美元/盎司

瑞銀

● 銀價在12個月內有機會見38美元/盎司，因預計金價漲勢將得到鞏固，及全球工業生產溫和復甦

三隻ETF各具優點 SIL規模最大受追捧

投資模式

過去，香港投資者若看好白銀價格上升，可以通過銀行購買銀幣進行投資，但存放實物白銀成為一大難題。隨着交易所買賣基金（ETF）的出現，投資白銀變得更加簡單和便利。然而，港股市場曾經掛牌的白銀ETF因成交淡而被發行商撤銷，投資者現時只能轉向美股市場尋找相關產品。

iShares Silver Trust (SLV) 是美股市場最大的白銀ETF，截至今年3月3日止，管理資產淨額達到137.6億美元。SLV持有實物白銀，能夠貼近國際銀價走勢。具體說明：國際白銀價格在2024年累升21.19%，2025年首兩個月上升8.02%。SLV在上述兩個時段的價格變動分別是升20.89%、7.52%。SLV的管理費率為0.5%，雖然略高，但管理資產規模龐大，流動性強，是投資白銀的主流選擇之一。

SIL兩月回報9% 跑贏銀價

另一隻實物白銀ETF的表現同樣突出。abrdn Physical Silver Shares ETF (SIVR)。SIVR價格在2024年上升21.08%，2025年首兩個月升7.65%。除更加緊貼白銀價格走勢，管理費率更低至0.3%。截至今年3月3日止，管理資產約15.2億美元，遠遠落後於SLV，但仍足以避免發行商回收的風險。

除了直接投資實物白銀的ETF，投資者還可以考慮銀礦企業ETF，例如Global X Silver Miners ETF (SIL)。SIL持有34隻銀礦企業的股份，管理資產淨值為11.9億美元，管理費率為0.65%。SIL股價在2024年累升14.62%，落後於白銀價格，但2025年首兩個月升幅跑贏銀價，錄得9.32%正回報。

國產AI好消息不斷 中資股展新升浪

滄海桑田 倪仁

緊接着AI國產大模型的突破，中國在AGI應用領域拔得頭籌。上周四（3月6日），由90後主導的創業公司Monica，正式對外發布通用型AI Agent產品Manus。據稱，這是全球首款真正意義上的通用AI Agent，不僅是一個會聊天的對話式AI工具，也是一個真正的自主智能體（Agent）。同一天，港股大漲近780點，再次創下三年新高。中國年輕一代在AI領域攻城略地，並傲視群雄，正改變全球投資者對中國資產的看法，令中資股由過去幾年的「只可交易」，轉向未來的「可持續投資」。

中國資產這一波牛市，始於DeepSeek在AI大模型層面的突破，隨

後阿里巴巴、騰訊、字節跳動等紛紛推出各自具有競爭力的模型，令中國科技公司的價值大大提升。這一次，又出現了一家不太引人注目的公司，發布了一款完全自主的AI應用產品：Manus，該公司聲稱在GAIA基準測試（用於評估通用AI助手在解決現實世界問題方面的能力）中，Manus在所有三個難度級別上都達到了SOTA水平，超越了OpenAI的研究成果。

全球資金增加中國資產配置

內地網友將Manus AI的問世，視為AI應用領域的ChatGPT時刻，是焉非焉，有待市場檢驗。要留意的是，市場尤其是A股對主題投資的追捧有些過熱，如果說股市短期看情緒，

那中長線還得由基本面主宰。

事實上，港股在1、2月連續上升兩個月，已累積近5400點的升幅，技術上有中期調整的需要。但這次調整只用了三個交易日，從上月27日最高的24076點，回落到上週二（3月4日）最低的22547點，調整幅度不到升幅的三分之一。中金公司上周發表策略報告，讓投資者在23000至24000之間減磅，但恒指高位整固後迅速在上週四（3月6日）破頂。市場走勢超預期，除了Manus帶來的情緒提振，「兩會」帶出的政策信號也功不可沒。

中金公司認為，從6個月以上的時間維度看，中國資產重估可能剛剛啟動，從去年「9·24」宏觀政策轉向，到今年1月DeepSeek橫空出世，扭轉

了國內悲觀預期。此外，美國總統特朗普的關稅、移民、財政收縮等政策，正在明顯削弱「美國例外論」，全球資金可能進一步增加中國資產配置，支持中國股票尤其是科技股票長期表現。

大摩：中國企業信心回升

此外，美資大行大摩繼續唱好中資股。在上周的宏觀策略會上，大摩的分析師表明，從全球投資者資產配置角度，美國市場存在諸多不確定性，如消費者信心下降，企業面臨供應鏈重構成本高、信心走弱的問題，股票市場也受到壓力，例如今年原本被看好的證券市場相關交易活動因不確定性而現低迷。在這種情況下，公

司資產配置組建議優先配置美國債券而非股票。

反觀中國，春節以來反映內需的高頻率數據好壞參半，但沒有進一步惡化，有在底部企穩的跡象。他們在與上海諸多企業家交流中發現，他們的信心比四五個月前明顯回升，科創行業企業家熱情高漲，這表明儘管整體經濟溫度尚未大幅回升，但在企業家中已出現積極變化。

今年以來，全球市場出現了東升西落的變化，中國科技力量的興起正在為中國經濟走出通縮帶來信心。從「兩會」政府工作報告提出的政策信號來看，政策重心從「量的追趕」向「質的突圍」轉變，科技企業將迎來更注重創新質量與效率的發展環境。