



企，推高全球生產成本，通脹壓力升溫。油價高

經濟觀察家

看似局限於波斯灣的地緣衝突，如今撬動了全球金融體系，其推高全球通脹與融資成本，動搖了美元霸權的根基，讓私募貸款違約從行業風險演變為系統性風險，成為引爆新一輪金融危機的導火線。

中東戰事撼動石油美元體系



淵謀遠略 袁淵

1971年布雷頓森林體系瓦解，美元與黃金脫鉤後，美國迅速與沙特達成協議，構建起石油美元體系，讓美元重新獲得全球核心儲備貨幣的地位。這一體系的核心邏輯極為簡單：全球石油貿易以美元為唯一計價與結算貨幣，產油國獲得的石油美元回流美國，購買美國國債、股票等金融資產，支撐美國債務擴張與經濟運行；美國則為中東產油國提供安全庇護，維護地區秩序，確保石油美元循環的穩定。

三大核心支柱皆現裂痕

石油美元體系的穩定依賴三大核心支柱：一是中東地區的和平與穩定，確保石油供應與運輸通道暢通；二是產油國對美元結算規則的絕對遵守，維持美元在石油貿易中的壟斷地位；三是石油美元的穩定回流，支撐美國金融市場與財政融資。而伊朗戰爭爆發讓這三大支柱同時出現裂痕，石油美元體系迎來前所未有的挑戰。

首先，戰爭摧毀了中東地區的安全秩序，動搖了石油美元的安全根基。美國作為石油美元體系的守護者，其核心承諾是為海灣產油國提供安全保護。但在此次衝突中，伊朗的反擊讓中東地區的石油設施、航運通道陷入危險，美軍基地與盟友設施屢遭襲擊，美國的安全承諾被證明無法完全兌現。沙特、阿聯酋等海合會國家開始意識到，過度依賴美國的安全保護存在巨大風險。這種安全信任的崩塌，開始動搖其對石油美元體系的忠誠。

其次，戰爭加速了石油貿易的「去美元化」進程。伊朗長期遭受美國制裁，早已開始探索非美元結算方式，使用人民幣、盧布等貨幣結算，甚至嘗試加密貨幣結算。戰爭爆發後，美國對伊朗的金融制裁進一步升級，凍結伊朗海外資產、限制伊朗美元交易。愈來愈多的產油國與石油進口國意識到，美元結算體系成為美國實施單邊制裁的工具，自身的能源貿易與金融資產隨時可能被凍結。在此背景下，石油貿易的多元化結算加速推進，歐元、人民幣、黃金等在石油貿易中的使用比例持續上升，美元的壟斷地位被逐步削弱。

最後，戰爭導致石油美元回流受阻，衝擊美國金融市場與財政穩定。海合會國家是石油美元回流的核心力量，長期以來大量購買美國國債、美股，是美國金融市場的重要資金來源。但戰爭導致霍爾木茲海峽航運受阻，產油國的石油出口量下降，美元收入大幅減少，石油美元回流的規模與速度同步放緩。同時，出於資產安全考慮，部分產油國開始減持美國國債，將資金配置到黃金、非美元資產等領域，減少對美元資產的依賴。美股也因資金流入減少陷入持續震盪，金融市場的穩定性被嚴重削弱。

石油美元體系的裂痕，並非短期衝擊，而是結構性、長期性的變化。伊朗戰爭讓全球看清了美元霸權的脆弱性與風險性，加速了國際貨幣體系的多極化轉型。對於美國金融體系而言，石油美元的弱化意味著全球對美元的需求下降，美元信用受損。而這種貨幣體系的動盪，會直接傳導至信用市場，推高融資成本，加劇信用風險，讓本就脆弱的美國私募信貸市



場，成為風險爆發的重災區。

私募信貸暴露美金融隱患

2008年全球金融危機後，全球銀行業監管趨嚴，傳統銀行迫於資本約束與合規壓力，逐步收縮高風險信貸業務。而中小企業、槓桿收購、科技企業的融資需求依然旺盛，私募信貸市場趁機崛起，成為全球影子銀行體系的核心組成部分。經過十餘年的爆發式增長，美國私募信貸市場規模已突破2.3萬億美元，成為全球金融市場中不可忽視的「灰犀牛」。

私募信貸，又稱私人信貸，是由資產管理公司、私募機構等非金融機構直接向企業發放貸款的業務，核心客戶是無法從傳統銀行獲得融資的中小企業、高槓桿企業與科技初創企業。與傳統銀行貸款相比，私募信貸具有三大特徵：一是高槓桿，借款人通常負債水平較高，利息保障倍數較低，償債能力依賴企業現金流；二是低流動性，底層資產多為非上市公司股票，無法在公開市場交易，難以快速變現；三是低透明度，私募信貸基金毋須像銀行一樣公開詳細的資產信息，監管覆蓋不足，風險難以被精準監測。

美國私募信貸市場的快速擴張，得益於寬鬆的貨幣環境與市場對高收益的追求。在低利率時代，養老基金、保險公司、高淨值投資者為了獲取更高收益，大量資金湧入私募信貸領域，推動市場規模持續增長。

軟件行業是私募信貸的重點投向領域，約佔非上市商業發展公司投資組合的26%。2026年，人工智能技術的顛覆性發展，成為壓垮軟件行業私募信貸的第一根稻草。這些軟件企業大多依賴私募信貸融資，高槓桿與低償債覆蓋率的問題集中暴露。

除了行業結構性風險，私募信貸市場的致命弱點在於流動性錯配。私募信貸基金的負債端是投資者的資金，部分產品允許投資者季度贖回，而資產端是長期、非流動性的企業貸款，無法快速變現以應對贖回需求。這種「短期負債、長期資產」的錯配，是私募信貸市場的固有缺陷。正常市場環境下，這種錯配可以被掩蓋，一旦市場出現恐慌，集中贖回潮就會引發流動性危機。

市場風險連鎖傳導

2026年第一季，美國私募信貸市場爆發大規模贖回潮。黑石、貝萊德、藍鴉資本等頭部機構旗下的私募信貸基金，單季度收到的贖回申請遠超常規限額。由於私募信貸市場與傳統銀行體系的深度綁定，讓風險具備系統性傳導的可能。一旦私募信貸市場出現大規模違約，傳統銀行將面臨巨大損失，進而引發銀行體系的信用緊縮，形成「私募違約—銀行受損—信貸收縮—經濟下滑」的惡性循環。伊朗戰爭、石油美元、私募貸款

違約，三者並非孤立存在，而是形成了一條環環相扣、層層放大的風險傳導鏈。這條傳導鏈以地緣衝突為起點，以能源與貨幣為媒介，以信用市場為核心爆發點，最終引發全球金融危機。

第一步：伊朗戰爭推高油價，引發全球通脹反彈。戰爭導致霍爾木茲海峽航運受阻，油價持續高企，全面推高全球生產成本，美國及全球通脹壓力再次上升。這種通脹並非短期波動，而是戰爭長期化帶來的持續性壓力，直接改變全球貨幣政策走向。

第二步：通脹反彈迫使美聯儲維持高利率，融資成本持續高企。為了抑制通脹，美聯儲被迫推遲減息計劃，甚至重啟加息預期，聯邦基金利率維持在高位。高利率環境下，企業融資成本大幅上升，中小企業、高槓桿企業的債務利息支出增加，現金流壓力劇增。

第三步：石油美元體系裂痕加劇，美元信用與美國金融市場承壓。戰爭動搖石油美元的安全根基與結算壟斷，石油美元回流放緩，產油國減持美元資產。美國國債收益率上升，政府融資成本增加，財政赤字壓力加劇；美股資金流入減少，企業盈利預期下滑，金融市場震盪加劇。

第四步：贖回潮與現金流斷裂，私募貸款違約集中爆發。在贖回壓力與高利率雙重衝擊下，私募信貸基金被迫折價出售資產，進一步壓低資產價格，形成「折價出售—資產縮水—更多贖回」的惡性循環。底層借款企業因現金流斷裂、再融資無門，紛紛出現債務違約，軟件、商業服務等行業成為違約重災區。

第五步：風險傳導至傳統銀行，引發系統性信用緊縮。私募信貸違約潮導致銀行對私募信貸基金的融資、持有的資產證券化產品出現巨額損失，銀行資本充足率下降，開始收緊信貸標準，減少對企業與居民的貸款投放，實體經濟融資難度大幅增加，經濟增長陷入停滯。

第六步：經濟下滑與金融風險相互強化，金融危機全面爆發。實體經濟的下滑進一步加劇企業違約風險，更多企業陷入破產，失業率上升，消費與投資持續低迷。金融市場出現恐慌，股市暴跌、債市違約、流動性枯竭，私募信貸市場的局部風險演變為全球系統性金融危機。與2008年次貸危機不同，此次危機源於影子銀行體系，風險更隱蔽、傳導更迅速、干預難度更大。

這條傳導鏈的核心邏輯，是外部衝擊放大內部脆弱性。伊朗戰爭是外部衝擊，石油美元體系的裂痕是貨幣層面的脆弱性，私募信貸市場的高槓桿、流動性錯配是金融體系的內部脆弱性。當外部衝擊與內部脆弱性相互疊加，風險被無限放大，最終突破金融體系的承受極限，引發金融危機。（作者為外資投資基金董事總經理）

沙嶺數據園區軟硬優勢兼備



創科瞭望 陳迪源

即將於本週六（28日）動工的沙嶺數據園區，從去年底招標到本月火速啟動，效率之高確實矚目。算力、算法和數據是驅動人工智能（AI）時代的三駕馬車，而算力是一切的基礎。正是這份迫切性，賦予了沙嶺非比尋常的戰略意義。但在為「香港速度」鼓掌之餘，筆者認為更值得深入剖析的是，這塊算力基石背後的「硬」實力與「軟」智慧——前者決定了項目能否建成，後者決定了項目能否持續創造價值。

所謂「硬」實力，首先是指項目穩固的物理基礎。沙嶺用地在工程上並無不能克服的技術難題，且已具備水、電、排污等基本配套，鄰近變電站設施亦能支持高密度AI算力所需的電力容量，這為項目快速啟動掃除了首要障礙。中標者潤江智算只需在此基礎上進行專業升級，而非從零開始，大大縮短了建設週期。

更重要的是，沙嶺緊鄰深圳，位於北部都會區核心地帶，能以超低延遲連接大灣區科技生態圈。這種地理優勢，意味著沙嶺不僅服務香港本地，更天然具備輻射整個大灣區的能力。當深圳的科研團隊需要大規模算力進行模型訓練時，數據「南下」至沙嶺的傳輸延遲可低於一毫秒，幾乎等同於本地運算。這正是「前店後廠」模式在AI時代的全新演繹。

另一項更關鍵的「硬」實力，是香港在能源上的獨特優勢。談及數據中心，許多人立刻想到高昂的電費。但在AI算力的競賽中，電力的「穩定性」與「可預測性」遠比單純的價格高低更為重要。香港擁有世界級的99.999%供電可靠性，加上12條海底光纖和23條陸路光纖構成的雙重網絡冗餘，為AI模型訓練提供不間斷的能源與數據保障。

更值得強調的是，香港電力供應完全市場化，沒有政府補貼，電價反映真實市場成本，長期穩定可預測。

反觀區內主要競爭對手，新加坡近年電價持續攀升，土地成本亦居高不下，且難以獲取中國內地數據；中國台灣面臨顯著的電價調漲壓力，地緣政治風險更揮之不去；中國內地部分城市雖然電價較低，但跨境數據流動受限。中國香港的電力卻是最穩定、最透明的，而且是區內唯一兼具「數據自由」與「算力安全」的樞紐。

對於需要7x24小時無間斷運作、動輒持續數周甚至數月的AI模型訓練而言，一次意外斷電可能意味着數以百萬計的算力投入付諸東流。這種「無驚無險」的確定性，才是真正千金難買的

「定心丸」。這也是為何香港數據中心總數能從現時61間，穩步邁向2030年81間的底氣所在。

所謂「軟」智慧，則是指政府在制度設計與戰略布局上的遠見。首先，是清晰的綠色承諾。香港數字政策辦公室已將潤江智算的節能創新系統納入服務契約，並支持其未來進行《綠建環評數據中心》評估。園區交付之後，政府將持續監察服務契約中有關綠色承諾與節能指標的落實情況，確保承諾不會淪為紙上談兵。而從商業邏輯來看，潤江本身亦有極大誘因去降低能源消耗——電費是數據中心最大的營運開支之一，節能直接等同於降低成本、提升利潤，市場機制與環保目標在此完美契合。制度約束加上商業驅動，形成了「雙保險」，這樣比單靠任何一方的承諾都更為可靠。

其次，是與時並進的監管指引。政府承諾於2026至2027年度檢討《綠色數據中心實務指引》，這表明監管並非一成不變，而是跟隨技術發展而作演化。數據中心的製冷技術、能源回收方案日新月異，監管框架若不能與時俱進，反而成為創新的絆腳石。政府選擇定期檢討而非一刀切立法，正是務實之舉。這種「發展優先、安全把關」的治理思路，不盲目跟隨歐盟的嚴苛標準，而是建立促進產業發展的靈活框架，正是香港作為國際化市場的核心魅力。

樹立高新產業標桿

「軟」智慧方面，體現在香港正從「超級聯繫人」向「超級增值人」的戰略轉型。沙嶺的落成，不僅是增加算力，更是為香港將算力轉化為高附加值服務提供了物理載體。正如筆者撰文多次指出的，香港憑藉「一國兩制」的獨特優勢，既能無縫對接國家的算力需求，又能與國際市場保持暢通，這種雙向連結的角色，是區內其他城市難以複製的。沙嶺的及時啟動，正是為香港打開算力瓶頸的關鍵一步。

筆者認為，沙嶺的意義還在於它為北部都會區的產業布局樹立了標桿。過去，北部都會區的討論多集中在房屋與交通，而沙嶺證明了這片土地同樣可以承載高端科技產業。當算力基建到位，圍繞其形成的服務器、網絡設備、製冷技術、網絡安全等上下游產業鏈，將為北部都會區注入真正的產業內涵。筆者相信，這種軟硬兼備的發展模式，定能成為未來北部都會區乃至整個香港創科發展的樣板，為香港真正成為亞太區的先進數據及算力樞紐，打下最堅實的一步。

（作者為香港創科發展協會創會主席）



效於北港連接大灣區科技生態圈，能有利

資金湧入 新盤受惠成交增



樓語縱橫 楊永健

新盤市場持續熱鬧，攻勢一浪接一浪，多個項目排隊登場。本月展開推售的新盤隨時達到10個之多，可說是自2003年一手新例實施以來最多新盤推售的一個月，再加上農曆新年前一手市場已經極度暢旺，令本季截至目前為止，新盤銷售已達5400伙水平。

由於尚有多個新盤有機會於本月推售，今季整體新盤銷售量有機會挑戰6000伙水平，有望超越去年第三季度的5975伙高位，再創近十年新盤銷售最高的季度。

正當中東危機愈演愈烈之際，環球市場波動，地緣政治局勢不穩下，容許資金自由進出的香港，明顯成為全球資金的避風港。過去環球資金匯聚的迪拜，一夜之間變成了戰火波及的城市，有資產在當地的人，即時變得惶恐度日，那些不安全的感覺，在短期內也揮之不去，過去一個月流入香港的資金明顯增加。

再者，隨着低息環境持續，本地銀行活期存款息率已接近零息，即使是大額定期存款息率亦大多處於3厘以下，而現時買樓收租的回報率則達3至

4厘。此外，跨境買家回流，以及早前股市暢旺及IPO帶動的財富效應，近年本地樓市已明顯變成資金市。

房地產成抗通脹工具

與此同時，內地買家及高淨值人士持續視香港為資金停泊點，尤其偏好新盤及回報較高的港島區物業，這類買家對價格敏感度較低，令市場更具「資金主導」色彩。近年來跨境資金以至內地買家明顯增加，加上全球經濟不確定性，國際金價又上大落，「磚頭」成為抗通脹工具。基於過去數年間樓價顯著回落，現時樓價正處於低位反彈的開局，資金仍然持續流入，形成「價穩量升」格局。

現時樓市的核心動力已由剛性需求轉向資金流入市，低息預期、跨境買家回流及新盤推售策略，使得大量資金湧入樓市，尤其是一手市場。雖然整體樓價仍受庫存及經濟因素限制，未見大幅上升，但成交量明顯回暖，反映市場已進入「資金市」階段，相信目前的旺市仍會延續一段時間。筆者預期，未來每季新盤銷售可維持約5000伙水平，但比起2006年第三季度的7294伙仍有一段距離。

（作者為世紀21星鑄總經理）