



▲算力資產與資本之間缺少有效的對接通道，算力證券化正是為打通這道鴻溝而生。圖為英國切特西的Ark資料中心，為英偉達和其他電腦公司提供服務。

經濟觀察家

過去市場看待英偉達，大多停留在芯片供應商的角色，但產業演進到今天，算力已經不再只是一種IT採購商品，而正在演變為一類可以產生持續現金流、能夠被估值、被抵押、被打包交易的新型基礎設施資產。

算力證券化創新利好香港



經濟把脈
袁淵

AI 算力產業最大的矛盾在於，一方面全球大模型企業、AI 創業公司、各類行業客戶對高端GPU算力渴求度極高；另一方面，單套AI工廠硬件投入動輒數十億美元，重資產投入門檻極高。普通企業很難一次性拿出巨額資金採購完整GPU集群，即便頭部科技企業，也會面臨資本開支上限約束。

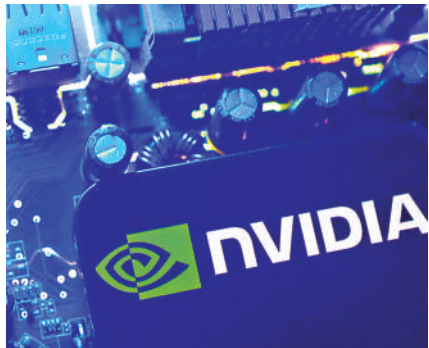
英偉達此時推動算力證券化，本質上就是試圖解決上述痛點，把算力從一次性銷售的硬件商品，轉型成類似電廠、高速公路、商業不動產一樣的可證券化基礎設施資產，撬動全球萬億級長線資本參與AI算力建設，打通「資本投入—算力建設—算力租賃—現金流回流—再投資擴建」的完整商業循環。

放眼全球，香港「一國兩制」下獨特的制度環境、成熟的國際金融市場、跨境資金自由流動的基礎，正在成為海外算力資產證券化最重要的試驗場與落地載體。當歐美市場更多聚焦本土算力資產的債務化、基金化運作，香港則提供了一套面向全球跨境算力資產的完整解決方案，既可以承接海外部署的英偉達算力集群，也可以聯動大灣區算力產能面向全球投資者完成資產定價、發行與流通。

緩解企業資金壓力

在算力證券化概念出現之前，全球算力產業主要存在三種主流商業模式。1) 企業自有自建模式，大廠直接採購英偉達GPU，自建智算中心，硬件全部計入自身固定資產，資本開支完全由企業自身承擔，風險全部內部消化。2) 公有雲租賃模式，企業直接向雲廠商按小時租用算力，不需要持有硬件，按需付費，但是長期使用成本極高，大規模算力場景下，綜合成本會遠超自建。3) 傳統融資租賃模式，租賃公司採購GPU硬件，出租給客戶，客戶分期支付租金，到期之後可以選擇購買設備。但傳統融資租賃模式的資金來源大多來自銀行信貸，資金久期短、規模有限，很難匹配AI算力項目5至8年的完整生命週期，機構對GPU設備殘值的評估體系並不成熟，融資規模存在天花板。

以上三種模式共同的短板，就是沒有把算力產生的未來穩定現金流獨立剝離出來，沒有把算力資產向更廣泛的全球機構投資者開放。養老金、



▲英偉達推動算力證券化，背後有自身商業訴求。

保險資金、主權財富基金手握巨量長期資金，一直在尋找能夠持續產生穩定現金流的實體基礎設施資產，但是傳統投資渠道很難接觸到AI算力賽道。算力資產困在機房，資本困在金融市場，兩者之間缺少有效的對接通道，算力證券化正是為打通這道鴻溝而生。

從資產屬性來看，算力具備了證券化的基礎條件。首先，算力可以產生可預測的現金流。當GPU集群簽署長期算力租賃協議，客戶按照GPU小時、PFLOPS算力單位持續支付租金，如同商業地產收取租金、電廠售賣電力，形成穩定可計量的未來收益。其次，底層資產具備標準化潛力，英偉達完整的硬件棧，GPU、交換機、NVLink互聯架構、配套軟件生態，形成統一技術標準，方便第三方機構做資產盡調、價值評估。再次，資產具備可處置性，當原有租賃客戶違約，高性能GPU在全球市場擁有極強的二手流轉能力，可以轉租給其他AI企業，底層資產具備變現兜底能力。

但同時也要看到算力資產的先天缺陷：硬件會快速折舊，芯片迭代速度快，新一代GPU出現之後，舊設備的市場價值會快速衰減；算力的價值高度依賴運維、電力供給、網絡環境，機房斷電、運維故障會直接摧毀資產收益能力；算力對應的是服務使用權，並非有形實物貨物，收益權的法律確權、跨境執行，相比不動產會複雜得多。

英偉達之所以主動下場推動算力證券化，背後也有自身商業訴求。全球高端GPU供給緊張，很多客戶想採購硬件卻拿不出足夠現金，直接限制英偉達硬件銷售規模。如果可以引入第三方資本出錢買卡，客戶不需要一次性支付巨額貨款，以租賃、算力訂閱的方式使用硬件，就可以擴大英偉達硬件的市場滲透率。英偉達不需要消耗自身大量現金，而是輸出技術標準、產業生態，搭配有限的殘值兜底機制，撬動海量第三方資本，把硬件銷售的邊界進一步拓寬。

背靠內地產業優勢

算力證券化不等於簡單的代幣炒作，它包含了多元化實現路徑，可以是傳統金融框架下的ABS資產支持證券、基礎設施REITs、私募專項基金，也可以是RWA現實世界資產代幣化，把算力收益權映射到區塊鏈上，拆份額面向合格投資者交易。不同路徑適配不同監管環境，歐美更多使用傳統ABS、私募信貸基金的模式，而香港市場同時兼容傳統證券工具與合規代幣化工具，為海外算力資產提供了更多選擇。

全球能夠承接大規模跨境算力資產證券化的地區並不多。華爾街資本實力雄厚，但監管體系偏向本土資產，對於跨境海外算力資產的架構設計靈活性有限；新加坡擁有良好的虛擬資產監管，但是缺少龐大實體產業

腹地，本地市場體量有限；歐洲市場監管繁瑣，審批周期漫長。香港依託「一國兩制」，形成獨一無二的複合優勢，它既是中國的特別行政區，背靠大灣區完整數字基建產業，同時又是世界級國際金融中心，擁有獨立的法律體系、自由流動的資本環境、逐步完善的虛擬資產監管制度，天然適合做海外算力資產證券化的離岸樞紐。

這裏討論的海外算力證券化，指底層算力物理節點部署在全球各個國家與地區，可以是東南亞、中東、歐洲、北美各地的英偉達GPU算算集群，將這些分布在海外的實體算力資產，通過合規架構歸集到香港，完成資產確權、風險隔離、產品發行，面向全球機構、家族辦公室、專業投資者進行募資與交易。香港的核心角色不是算力生產方，而是算力資產的定價中心、證券化包裝中心、全球資本對接中心。大灣區負責算力硬件的工程落地、供應鏈製造，香港負責把重的物理算力資產轉化為金融產品，對接全球資本，二者形成分工協同。

很多人會混淆一個概念，算力證券化不是把內地境內算力直接拿來在香港發行，受內地監管政策約束，境內算力資產跨境證券化要經過複雜合規流程。香港更適配的業務場景，是底層資產本身就部署在海外的算力集群，也就是海外算力資產，以香港作為法律與金融操作的中樞，完成證券化全流程。當然，也存在另一種業務路徑，內地企業出海，在海外投資建設英偉達算力中心，再把海外項目資產裝入香港SPV主體，進行證券化融資，這也是當下國內算力出海企業的主流思路。

香港做海外算力證券化，並不是簡單概念炒作，已經出現一批早期實踐案例。部分機構已經在香港嘗試算力基礎設施RWA代幣化基金，把分布在海外的算力集群收益權打包，面向專業投資者發行；港交所也在研究數字資產、基礎設施資產證券化的創新空間，香港證監會已經建立虛擬資產服務提供者發牌制度，《穩定幣條例》正式落地，RWA登記基礎設施上線，制度基礎持續完善，為海外算力證券化提供土壤。

英偉達推動算力證券化，代表AI產業正在進入「產業+金融」深度融合的新階段，算力不再只是純粹的技術硬件，已經演變為一類全新的基礎設施資產類別。這套模式放大算力建設速度，但同時也放大金融槓桿，資本可以加速產業發展，但也可能催生脫離真實需求的泡沫，產業與金融的邊界需要時刻保持警惕。

站在全球視角，算力正在被稱為數字時代的石油，石油可以開採、交易、資產證券化，算力同樣在復刻這一過程。英偉達開啟算力證券化的浪潮，而香港擁有制度優勢，有望成為全球海外算力資產證券化的核心樞紐。

(作者為外資投資基金董事總經理)

聯儲放鷹後金價後市如何？



商品市場
陳藝鑫

今次傑克遜霍爾會議上，美聯儲主席沃什釋放了加息預期，黃金價格攻勢短暫受挫。從短期事件驅動的角度看，沃什在會議上堅持「2%通脹目標」，導致芝商所(CME)對9月美聯儲加息預期概率向上提升至57%，前期聯儲貨幣寬鬆預期被糾偏，倫敦金現隔夜回撤3.7%，反映了市場對9月美聯儲加息的擔憂。那麼，本次黃金回調前有哪些重要預警信號？未來金價將如何演繹？是回調抑或是轉熊？

其實在本次傑克遜霍爾會議前，黃金在資金面已經早有預警，關鍵信號是貴金屬股票擁擠度逼近新高。以史為鑒，2025年10月14日、2026年1月26日、2026年3月2日、2026年8月25日SW貴金屬指數擁擠度均向上突破1年期90%分位，意味着貴金屬賽道資金已經相對擁擠，市場稍微有點利空性風吹草動，黃金短期或迎來流動性踩踏。

為什麼黃金股票的擁擠度反而是金價的領先指標？根本原因是「商品反映業績，股價領先業績」。根據歷史復盤，2025–2026年SSH黃金股票指數頂部或底部拐點領先倫敦金現0–20天。高期待未兌現，期望越大失望越大。對於黃金短期波峰，SSH黃金股票擁擠度創新高意味着市場對金價（黃金股業績）已經抱有較高的期待，一旦出現美聯儲貨幣預期收緊、地緣緩和等利空或導致金價出現踩踏，恰好黃金股的回調往往對應樂觀預期下調的前奏。

相反，黃金股擁擠度跌至低分位意味着黃金下跌斜率的收窄。以2026年6–7月為例，6月SW貴金屬指數擁擠度1年期分位數兩度跌至個位數，適逢倫敦金現下跌斜率放緩，7月擁擠度從低位觸底回升，意味着權益類布局業績底的資金已經買入，黃金距離上漲「萬事俱備只欠東風」。

考慮到傑克遜霍爾會議的政策指引是否兌現，是判斷美聯儲獨立客觀與否的重要依據，我們認為加息兌現前黃金的看跌期權屬性或再次凸顯：

從空間的角度看，我們認為倫敦金現有望在4000–4300美元／盎司獲得支撐。一方面，8月3日–8月25日倫敦金現因市場押注貨幣政策寬鬆而「提前搶跑」，若完全回吐其漲幅對應倫敦

金現支撐位為4300美元／盎司左右；另一方面，當前3個月滙金平值期權IV為25%左右，對應倫敦金現最大回撤約為9%–15%（從前高4697美元起算），支撐下限大約為4000美元／盎司附近。

第四季有望V形走勢

從時間的角度看，我們認為黃金在2026年9–12月有望走出「V形」。一方面，我們認為美聯儲9–10月加息的概率已經偏高，黃金看跌期權或開始發揮作用。核心原因如下：

1) 通脹頑固性可能成為當前金價最大的「灰犀牛」。從政治的角度考慮，考慮到沃什在本次會議上表達了控制通脹的強烈訴求，8月傑克遜霍爾會議強調加息後，2026年內大概率兌現加息，因此8–9月通脹數據已經成為關鍵的勝負手。由於7月國際油價強勢反彈作用到核心PCE的時間為一到四個月，9–10月通脹數據反覆風險可能成為黃金最大的「灰犀牛」。

2) 從就業的角度看，非農超預期為黃金重要的減分项，低於預期的加作用有限。2026年8月市場對美國非農新增就業人數預期僅4.5萬人，對ADP小非農新增就業人數預期中樞為3.9萬人，反映黃金已經對歷史非農數據下修充分定價，不排除美國為9–10月加息對非農數據進行適當「潤色」，以迎合政治目的與訴求。

3) 當前處於美聯儲加息從0–1的兌現階段，現在加息訴求可能比2016年8–12月更加迫切。一是，2016年8–12月美國新增非農人數一致預期為17–18萬人，遠高於2026年8月預期值4.5萬人，現在非農超預期的難度相對較低；二是，2016年8–11月美國核心PCE同比低於2%（美聯儲目標水平），2026年7月美國核心PCE同比遠高於2%，加息的訴求或許更加迫切。

另一方面，美聯儲溫和加息0.25厘兌現後，黃金上漲的大拐點有望得到確認。考慮到當前美國經濟和通脹穩態波動，美聯儲對通脹出現重大誤判的可能性偏低，反映美聯儲難以重演2022年的激進加息，每次0.25厘溫和加息的概率較高，由於黃金博弈聯邦基金目標利率的「二階導」，溫和加息確認後黃金有望觸底回升。

(作者為國聯民生證券分析師)

黃金近期走勢(2026年8月3日至28日)



註：T對應北京時間8月3日9點，T+48對應起始時間24小時後（以此類推）
資料來源：Wind、央廣網、證券時報網、華爾街見聞、國聯民生證券研究所

加息預期升溫 定息按揭優勢顯



樓市新態
楊永健

樓市氣氛時刻在變，兩、三個月前還是相當熾熱，新盤銷售屢破新高，整體二手交投也變得暢旺，但下半年樓市開始轉弱。早前內地加強監管，打擊非法開設境外戶口的投資或保險，針對境外信託及保險收益徵稅，市場預料將對香港樓市帶來壓力。

此外，息口變化亦成為另一大隱憂。在今年年初，市場仍然確信美國處在減息周期，息口會有所下調，但之後地緣局勢趨緊張，全球通脹壓力升溫，市場以及部分聯儲局官員對利率走向預測，已由年初的減息轉向憂慮通脹並討論加息。雖然7月底的聯儲局議息會議仍然決定維持利率不變，連續五次會議按兵不動，但已有聯儲局官員要求加息，還有兩星期聯儲局再次召開議息會議，加息壓力仍然存在。

香港銀行亦有一定加息壓力，拆息已顯著回升，1個月拆息已升至2.85厘，較一個月前的2.67厘顯著回升。隨着拆息回升，銀行亦需要增加存款利率來吸引資金，新近滙豐銀行亦率先將定息按揭「加價」，由原先2.73厘加至2.93厘，而定按加息亦可能意味着是未來加息的先兆。

相信大家明白，定息按揭是供樓人士應對銀行加息的重要選擇，定息按

揭的優勢及吸引之處，就是讓借款人可以有明確的每月還款金額，不會因為銀行持續加息而「失去預算」。而滙豐銀行於去年第三季重推定息按揭，由於當時市場預計減息期仍未結束，加息期仍未展開，初時市場對定息按揭產品並不熱衷，但隨着加息周期已經臨近，美國有機會短期內加息，定息按揭的吸引力大增，近月定息按揭相當受歡迎。

再者，即使滙豐銀行率先將定息按揭加至2.93厘，但隨着拆息上升，現時的定按息率仍低於拆息為基準的按揭息率。而定息正好為未來加息陰霾除去不明朗因素，將加息對樓市帶來的影響減至最低。

(作者為世紀21星鑄總經理)



▲銀行推出定息按揭計劃，將可能出現的加息影響減低。資料圖片