

數字資產財庫公司(DAT):機制、溢價與風險的全景解析(三之一)

加密演義

數字資產財庫公司（Digital Asset Treasury Companies, DAT）是將持有和累積數字資產作為核心策略的上市企業。其運作依賴股價對淨資產價值（NAV）的溢價，形成「mNAV 溢價—融資—購入數字資產」的循環。相較於ETF，DAT 透過資本結構創新提供更高彈性的合規性曝險。模式的風險在於溢價收窄可能觸發反身性下行，美國、日本、歐洲及香港等市場均已出現代表性範例。

本章會先介紹 DAT 的定義與邊界，及其對香港金融前景作用。數字資產財庫公司，這類公司有別於僅偶爾配置加密資產的企業（如部分科技公司或支付公司）。Galaxy Digital 將其定義為「透過公開市場融資、並以此持續增加數字資產持倉的公司」，這一模式已成為數字資產與傳統資本市場交匯的重要現象。

與此形成對比的是ETF。ETF的目標是為投資者提供一種被動追蹤標的資產（如比特幣或以太坊）的方式。ETF 不會主動調整持倉規模，也不具備透過發債、發行新股等方式增加資產的功能。紐約數字投資集團（NYDIG）在研究中指出，ETF 的份額只能反映其所追蹤資產的比例，而 DAT 公司則可以透過資本結構（債務與股權融資）實現加速積累，從而放大其對數字資產價格波動的敏感度。

在理解 DAT 模式時，有幾個核心概念需要明確：

淨資產價值（NAV）: 指公司持有的數字資產以市價計算後的價值，減去相關負債，再除以流通股



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

數，得出每股淨資產。

mNAV (multiple of NAV): 指公司股價相對於每股淨值的倍數。如果股價高於NAV，就表示公司交易在溢價區間。

Premium (溢價率): 股價相對於每股淨值的溢價比例。例如，如果每股平均NAV為10美元，而股價為15美元，則溢價為50%。

Bitcoin/ETH per share: 衡量每一股對應的數字資產數量，是評估公司資本效率的直覺指標。

Bitcoin Yield: Galaxy Digital 在2025年提出的關鍵績效指標，其衡量公司在稀釋股本的情況下，每股比特幣數量的增長率。這項指標反映了企業透過融資手段提升資產配置效率的能力。

綜上，DAT 公司既不同於單純持幣的企業，也不同於被動追蹤的ETF。它們透過持續的融資與資產管理，將數字資產引入傳統資本市場邏輯之中，形成一種新的混合體。此特徵決定了其估價方式、風險結構和投資邏輯，均與其他資產類別有明顯差異。

截至2025年7月，DAT 合計持有超過1,000億美元的數字資產。DAT 模式最早出現在美國市場，並以納斯達克為核心，逐步擴散至日本、法國等市

場。美國目前仍是最大集中地，既有市值較大的 MicroStrategy（MSTR），也有快速入局的 Semler Scientific（SMLR）和 SharpLink Gaming（SBET）。日本的 Metaplanet（3350.JP）被視為「亞洲版 MicroStrategy」，在東京證券交易所積極擴大比特幣持股。歐洲市場中，法國的 The Blockchain Group（ALTBG FP）在巴黎證券交易所上市，成為首批本土化 DAT 案例。整體來看，美國在規模與深度上佔優勢，而日本和歐洲則體現出制度與敘事的多元化。

除單一持幣模式外，一些公司正在探索「經營業務+財庫」的混合模式。這類公司不僅依賴財庫持倉帶來的估值提升，也透過主營業務創造現金流。例如，SharpLink Gaming 在持有 BTC 和 ETH 的同時，繼續深耕遊戲平台業務，並利用財庫資產進行合作與

試驗。這種模式的優點在於能夠在熊市期間提供額外收入來源，從而增強公司抵禦市場波動的能力。VanEck 指出，混合模型可能成為 DAT 長期發展的重要方向，有助於降低對單一資產價格的過度依賴。

看好香港發展 DAT 前景

香港也正成為 DAT 趨勢的重要舞台。HashKey Group 最近提出將探索 DAT 策略，並結合香港的合規環境與自身生態累積推進實施。與其他市場相比，香港監管制度成熟、注重跨境銜接，HashKey Group 作為首批發行以太坊現貨 ETF 的機構，熟悉傳統金融對數字資產的需求與合規痛點。依託香港國際金融中心地位，DAT 預計將在此成為區域性甚至全球資金配置的橋樑。

（未完，待續）

DAT 財庫在不同市場快速普及

公司名	上市市場	股票代碼	財庫類別	財庫規模	mNAV 倍數	融資工具
MicroStrategy	Nasdaq	MSTR	BTC	USD 71.93B	1.31x	市價增發/永續優先股/可轉債
SharpLink	Nasdaq	SBET	ETH	USD 3.62B	0.87x	PIPE/市價增發/權證
Tron Inc.	Nasdaq	TRON	TRX	USD 108.91M	7.17x	PIPE/可轉優先股/權證
Metaplanet	TSE	3350.JP	BTC	USD 2.27B	1.47x	權證/可轉債
Bitmine	NYSE	BMNR	ETH	USD 8.95B	1.03x	PIPE/市價增發
The Blockchain Group	Euronext Growth Paris	ALTBG	SOL	USD 0.44B	0.90x	PIPE/市價增發/可轉債/永續優先股/權證

經濟差兼政治受壓 美聯儲決策不易為

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美國財長最近炮轟美聯儲，甚至公開希望有獨立檢討云云，對此事，美聯儲主席鮑威爾在議息會後的記者會答問中被問及，直言不會評論其他政府官員的說法，而本身美聯儲已在編制上大為縮減員工，而所做的工夫比之前多很多，言下之意，局方已有進行本身的改進。

特朗普步步進逼 上訴至最高法院

面對來自特朗普政府無日無之的攻擊，美聯儲中人只能沉着應戰，法院一方面不容許特朗普把理事科克炒掉，特朗普當然馬上進行上訴，希望美國最高法院可以推翻下級法院的裁決云云。

無論最終決定如何，美聯儲獨立性仍備受挑戰，局中人即使多努力，仍擺脫不了特朗普陰影，比方說，今次減息行動，當然回應就業數據惡化，但同時或多或少都面對特朗普步步進逼。

資產配置角度而言，減息周期再臨，原則上有利於傳統經濟減輕債務負擔，道指甚至中小型市值如羅素指數，亦有較大受惠空間。

減息好處，極度簡化來說，對於傳統經濟負債較

重的個人或企業較大，但對高新科技龍頭品牌而言，並非同等程度受惠，畢竟以其挾巨額現金優勢，利息收入反而少了。

現金流折現下 普遍資產受惠

真正重點在現金流折現模式下，普遍風險資產價格將受惠減息而有所向上，這一點則是普遍有效，亦某程度上解釋了投資者何以憧憬減息。

相當弔詭的是，投資者又同時明白，除非經濟真的有可能出事，央行不會大手減息。比方說，當然說了這麼多，又勞工數據大幅向下修訂，又有美聯儲主席鮑威爾提早期望管理，還未計特朗普政府的步步進逼，仍只是減息四分一厘，聊勝於無，算是意思意思。

掉轉想，若非特朗普三朝兩日這樣的催逼，根本美聯儲的確可以更大膽的減息，只是如今既然要表現央行貨幣政策獨立性不受干預，只好中間落墨，既然可以是四分一又可以是半厘，就前者較好，亦符合當局一直循序漸進的決策方針云云。

他山之石，可以攻玉。一直以來，喜以跟貨幣政

策相關度甚高的金價，觀察央行與市場互動。基於金價早前已於連番創新高後，提早出現好消息出貨，故即使美聯儲真的減息，亦如外界主流估計一樣，減幅是四分一厘，金價的回吐壓力不算太大。

只是上周四就業數據，特別是首次申領失業救濟金人數和持續申領失業救濟金人數，所見就業市場實況明顯沒想像般差，自然要作出回應，金價上周四有壓力亦屬正常。

觀金價新高不絕 知美元美債困境

儘管短期獲利回吐出現，但只要特朗普一日仍在位，金價就有望不斷創新高；一如其年初上任至今所見，反映出美聯儲中長期的困境——不論是為應對特朗普干擾也好，抑或是礙於美國債台高築也好，難以阻止美元在實質購買力對黃金等實物資產下降趨勢已成事實。更重要的是，國際投資者減持美債已成大勢所趨。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

施政報告全面加速 AI 政務 賦能城市智慧轉型

今年施政報告對人工智能（AI）發展提出明確方向，從制度建設、上游科研、人才、資金、數據到廣泛應用，相信將為香港創科產業注入強勁動能。特區政府今次訂立的 AI 策略，與以往政策相比，無疑更積極、更全面，顯示香港要在全球 AI 熱潮中加快腳步的決心。然而，策略固然重要，如何落地才是關鍵之處。

本年度的施政報告首次將 AI 與數據科學升格至核心產業，清楚顯示 AI 不再只是新興技術的概念，而是香港未來競爭力的關鍵支柱。政府計劃吸引國際科研團隊與頂尖人才來港，並設立「AI 效能提升組」，全面審視 AI 在公務應用的效能。AI 的應用將深入各民生層面，讓 AI 賦能公共服務，到醫療、金融、交通、照顧者支援以至教育，既有助提升市民生活質素，也能推動傳統產業升級，為香港長遠發展注入新動力。



方保僑
香港資訊科技商會榮譽會長、香港互動式商務商會創會及榮譽會長

落實 AI 監管等制度刻不容緩

誠然，提出策略願景需要大刀闊斧的魄力，但下一步要實實在在做到便民利港，需精細梳理各項落實細節。AI 的監管與知識產權保障是不容忽視的一環。全球對 AI 倫理與安全規範日益關注，這不僅關乎技術應用的可靠性，更影響公眾信任及國際資本流向。若香港能率先建立嚴謹制度，將有助吸引科研與投資並鞏固國際地位；反之，若制度滯後，便可能在競爭中失去優勢，影響長遠發展定位。

今年施政報告所勾勒的 AI 藍圖為科研及業界注入新動力，亦讓年輕一代對 AI 賦能的未來充滿期待。要推動產業持續成長，香港不能停留於口號，必須制定具體部署，包括公私營合作的分工、與大灣區及國際市場的互通，以及業界參與政策的機制。唯有建立清晰路線圖，才能促進產學研互動，推動科研成果落地轉化，形成良性循環。除了政府部門將會自行開發專門的 AI 方案，據報道，數字政策辦公室還會為各部門從市場上選擇和採購合適的 AI 工具，筆者認為若執行得宜，正好「取各家所長」，讓政府的開發與民間力量互相補位，推動香港的 AI 由研發到落地應用全速前進。

冀藍圖將迅速轉為實際行動

AI 已不再是遙遠未來的構想，而是迅速滲透日常生活的現實。香港在某些方面已錯失先機，如今更需要爭分奪秒，迎頭趕上這場全球科技競賽。從智慧醫療到金融風險管理，從教育培訓到城市治理，人工智能的應用既能提升效率，更能推動公共服務革新與產業結構重塑。如果香港能同時結合國際視野與本地智慧，制定具操作性的策略與法規，仍有潛力走出一條特色鮮明的 AI 發展道路。

香港能否抓住這股全球 AI 浪潮，關鍵在於將宏偉的藍圖迅速轉化為實際行動。當制度保障、資源配合和市場動能三方面協同推進，城市轉型的步伐才能加快，不會錯過這場劃時代的科技與產業變革機遇。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

跨境理財通賦能助力金融開放



許小哲
重慶市政協委員、東興證券股份有限公司香港副總經理、法學博士

跨境理財通作為粵港澳大灣區金融互聯互通的重要政策，自2021年啟動以來，推動了香港財富管理業務增長，為香港金融行業注入結構性增長動能，已成為中資券商拓展國際化業務的途徑之一，政策紅利正通過中資券商的專業化服務與香港金融市場的深度協同持續釋放。截至今年7月底，跨境理財通覆蓋大灣區超16萬多個人投資者，總跨境匯劃金額超過1,200億元（人民幣，下同），其中境內證券公司辦理該業務資金匯劃53.32億元。

跨境理財通助力中資券商從跨境通道實現到價值創造的戰略升級。中資券商依託跨境理財通構建的資金閉環渠道，實現了從單純的通道服務商向綜合金融解決方案提供者轉型。2024年12月2.0試點落地後，大灣區的內地和港澳居民，可以通過證券公司互相購買金融產品。多家中資券商機構通過「境內外雙牌照+全業務鏈」模式，在香港形成「投

行+財富管理」的協同生態，通過跨境理財通「南向通」為內地客戶提供覆蓋全球數百個基金及債券的產品矩陣，打造了包含多幣種、多風險等級的跨境投資組合，實現客戶資產配置的動態平衡。

為中資券商業務打開增量空間

跨境理財通的制度突破為中資券商業務打開增量空間。這種轉型不僅體現在產品端，更體現在服務模式的創新。跨境理財通2.0版本推出後14家證券公司獲批。首批獲牌機構迅速構建「總分聯動、境內外協同」的服務體系，線上開戶的便捷、理財產品的收益等條件吸引了投資者，開戶數量、投資規模獲得了提升。這種業務模式的升級，使中資券商在香港資產管理市場的份額持續提升，中資券商憑藉對中國優質資產的深刻理解和本土資源優勢，圍繞居民資產全球配置與中資機構出海服務，國際業務在國際市場上展現出強大的競爭力，積極推動了中資證券行業的發展。

建設內地及香港協同理財生態

跨境理財通為香港金融行業提供了從市場擴容到

香港金融重塑：國家資本與全球交融的樞紐

黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁，香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

香港作為國際金融中心，正經歷深度轉型，逐步成為國家企業邁向全球的關鍵門戶。過去幾年，受疫情與地緣因素影響，市場一度低迷，但如今在國家政策支撐與資本湧入下，活力復甦。2025年上半年，香港IPO融資額躍升至492億美元，位居全球首位，主要來自國家大型企業的二次上市與股權發行。這不僅鞏固香港金融地位，也為區域經濟注入強勁動力。恒指今年上漲逾30%，成全球表現最佳指數，反映投資者對國家企業國際化的高度信心。

從經濟學角度剖析，香港金融市場復甦可透過托賓Q理論（Tobin's Q Theory）解讀。理論指出，

當企業市場價值高於資產重置成本時，企業更傾向投資擴張。香港作為國家企業上市熱點，吸引如電動車電池巨頭等公司大規模融資，體現高Q值市場魅力，促使企業利用香港平台籌集資金，支持海外擴張與技術升級。這一現象背後，金融中心在降低交易成本與訊息差方面發揮關鍵作用。香港憑藉無資本管制及美元掛鈎貨幣體系，為國家企業提供高效融資渠道，避免本土市場波動影響。

同時，制度環境對經濟活動至關重要，國家透過股票互聯互通等政策，優化香港框架，促進資本跨境流動與市場深度整合，提升整體效率。2025年，

國家資本流入香港股市創紀錄，顯示此機制有效緩解本土經濟壓力。這種融合不僅減輕本土通貨緊縮風險，還為本港注入穩定資金來源，強化其作為離岸人民幣中心的地位。地緣轉變將加速人民幣國際化，香港將從中受益，成為國家金融改革試驗地點。

金融復甦有利商業地產趨穩

香港商業地產市場與金融市場復甦互為表裏，租金自2019年高峰回落近半，主因是新商廈供應過剩。不過，低谷期吸引跨國企業擴張，金融機構如對沖基金與資產管理者尤為活躍，趁租金觸底遷入核心區高端大廈，反映市場對香港長期潛力有信心。國家政策保障自由營商環境，確保香港在全球金融版圖的獨特優勢，長期看這將平衡供需，穩定租金並提升資產價值。