

數字資產財庫公司(DAT):機制、溢價與風險的全景解析 (三之二)

加密演義

本欄上篇章介紹了數字資產財庫公司（Digital Asset Treasury Companies, DAT）的定義與邊界，及其對香港金融發展正面作用。本篇章則淺談其具體運作機制及溢價來源。綜合而言，在理解 DAT 的運作邏輯時，mNAV（multiple of NAV，淨資產價值倍數）是最需要關注的指標。其衡量一家 DAT 公司股票的市场價格與其實際數字資產淨值之間的差距。mNAV 不僅體現了市場對該公司的估值態度，更決定了公司能否以較高效率進行再融資。

當股價高於公司持有數字資產的每股淨值時，公司就具備了以更高估值籌資的能力。透過工具如 ATM 增發、可轉債或 PIPE 融資，公司可以在不成比例稀釋股東價值的前提下獲得資金，並進一步購買數字資產。Galaxy Digital 將此過程概括為股價溢價、融資和持倉增厚的循環，形成類似正回饋的飛輪效應。



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

這種機制在市場上既是助推器，也是煞車裝置。在牛市中，mNAV 溢價帶來強勁的融資能力，公司透過增發或發債不斷累積更多資產，進一步強化其市值表現。但在熊市環境下，如果股價跌至接近或低於 NAV，融資將失去吸引力，企業可能被迫停止擴張，甚至進入回購或去槓桿階段。VanEck 的研究指出，這種溢價循環在牛市中能夠加倍放大上漲效應，而在熊市中同樣可能加速負回饋。

MicroStrategy 是 mNAV 機制最具代表性的案例。自 2020 年後積極購入主流數字資產以來，該公司透

過多輪可轉債發行和 ATM 增發，累計融資數十億美元，使其持倉規模從最初的數千枚增長至超過 60 萬枚。這一模式使 MicroStrategy 的股票表現與相應數字資產高度相關，同時放大了價格波動，相當於提供了一種帶有槓桿的相應數字資產市場曝險。

日本的 Metaplanet 在東京市場上複製了類似路徑，透過頻繁使用 ATM 工具提升數字資產儲備，其股價一度在 NAV 基礎上出現超過三倍的溢價，體現了市場對 mNAV 飛輪的強烈預期。

溢價來源：內外因素共同定價

mNAV 溢價並非孤立現象，而是受到宏觀環境的顯著影響。首先，市場普遍認為美聯局在股價大跌時會傾向放鬆政策，這一預期在長期內降低了投資人的風險感知，從而推高了風險資產的估值水平。

其次，利率水平直接決定了融資成本，低利率環境使 DAT 公司更容易透過可轉債或債券市場進行籌資。

最後，主流數字資產波動率在近兩個周期中持續下降，這有助於主流數字資產被更機構視為「儲備資產」，間接提升了財庫類股票的風險回報比。

除宏觀條件外，DAT 模式本身的特徵也推動了溢價：**合規入口溢價**：部分機構不能直接持有數字資產，但可以配置上市公司股票。DAT 提供了合規替代入口。

幣種溢價：財庫因相應數字資產價格暴升被視為「數字黃金」，而因部分數字資具備質押與收益功能，被賦予額外價值。

敘事溢價：公司主動強化市場定位或發布策略規劃時，常推動股價溢價擴大。

主動營運溢價：有些公司會透過即時=信息披露或創新資本操作（如靈活運用 ATM）增強投資人信任，從而獲得更高估值。

機制溢價：可轉債或 PIPE 的設計為投資人提供了風險緩衝，降低了資本進入門檻。

風險溢價：部分市場參與者願意為高 Beta 曝險支付額外價格，以獲得更高潛在回報。

mNAV 溢價常被視為評估企業健康度的指標。短期內，它可以幫助投資人識別套利機會：高溢價意味着融資效率高，公司具備更強的擴張能力。然而，長期來看，mNAV 過高或過低都可能帶來扭曲。mNAV 不應被視為永續的估值基準，而更像是市場周期下的動態信號。

在多重溢價因子中，Bitcoin Yield 是少數量化企業資本效率的指標。它衡量每股比相應數字資產數量隨時間的增長率，並且能夠剔除部分價格波動影響。Bitcoin Yield 越高的公司，往往能維持更高的股價溢價。這項指標已成為產業分析師和投資者衡量 DAT 運作品質的重要參考。

交易與對沖：帶槓桿的合規高 Beta 工具

數字資產財庫公司（DAT）的交易邏輯與 ETF 或

現貨有差異。ETF 主要提供被動跟蹤，投資者獲得的是資產本身的價格表現；現貨投資則是直接持有數字資產。DAT 的獨特之處在於，它透過 mNAV 溢價和資本結構放大了對標的資產的敏感度。這類公司本質上是「帶有槓桿的合規高 Beta 工具」，能夠在傳統資本市場的框架下放大數字資產的風險與回報。因此，在投資組合中，DAT 股票往往表現出比 ETF 更高的波動性，但也因此可能獲得更高的彈性溢價。

投資者在 DAT 股票和數字資產之間存在多種套利路徑。首先，期權交易為對沖價格波動提供了靈活工具，尤其是在股價溢價與資產淨值差距擴大時。其次，可轉債是 DAT 模式的核心融資工具之一，其架構往往兼具債權與潛在股權曝險，既能為公司提供資金，也為投資人創造低風險進入的管道。

VanEck 在報告中指出，可轉債使 DAT 股票具備了類似「分層風險」的特徵，投資人可以在參與上漲潛力的同時控制下行風險。此外，債券市場也為部分投資者提供了空頭套利機會，當股價溢價過高時，透過債券賣空與現貨對沖，可以鎖定風險中立的收益。

一旦股價跌至淨資產價值以下，DAT 股票就可能進入折價區間。歷史經驗顯示，公司往往會透過回購來穩定股價。例如，BitMine 已獲批准在必要時使用財庫資產進行股份回購，並藉此修復市場信心。在更極端的情況下，產業可能進入併購階段。

大型企業如果維持溢價地位，可能會利用自身估值優勢收購折價交易的同行，從而以更低成本間接獲得數字資產。這一邏輯類似於傳統市場的「折價併購套利」，也可能推動產業進一步集中化。

(未完，待續)

失業通脹平衡不易 美元資產隨之變化

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

上周美股三大主要指數連日下跌，觸發點可以歸咎於美聯儲主席鮑威爾接受訪問時的發言，認為美股估值偏貴，但更重要的是，他為減息解說，字裏行間，不難發現其無奈，皆因直言，失業衰退有風險，通脹亦有風險，是故其決策沒有一項無風險的選項，實在為難。

鮑威爾不放心 外界即吹淡風

外界擔心，鮑威爾對於失業與通脹都放心不下，會否話中有話。暫時來看，未見更多玄機。但既然如此為難，全球投資者聽在耳中，記在心中，自然明白得很，減息一事，不單不如特朗普及其班底，不論是財長貝森特，抑或新加入美聯儲當理事的米蘭等，所認為要加大力度，膽子要大，步伐要快，相反，觀乎局內除了米蘭之外，普遍贊成只減四分之一厘，即見玄機。

顯然，減息並非直線一條大直路，更不是特朗普班子所希望見到的急進減息，尤其考慮到美國總統特朗普年內發動的全球關稅戰，大家都觀望其影響，但配合起就業市場的冷卻，包括早前大幅向下修訂的勞工數據，以及近期持續成為趨勢的首次申領失業救濟金人數，都在在說明，外界早前的減息憧憬，似乎有點太過樂觀。

如此一來，全球金融市場難免由早前一片樂觀，上周忽然吹起淡風，認為早前炒得甚囂塵上的大幅減息，只要政府一廂情願的主觀願望，未必可以成事，果如是，風險資產當然由早前大漲，變為有一定沽壓，是故美股指的壓力，由此而生。

PCE 符預期 減息不需叫停

基於美聯儲官員的數據為本傾向，所有問題的根本仍先參考數字。美國最新公布經濟數據，通脹方面，人所共知，美聯儲官員最關注 PCE（個人消費開支），是故市場人士亦無不留意，數據符合外界預期，令大家對於即時的通脹壓力，略為放心一點，不用馬上把減息步伐停下來。

至於其他數據，個人收入略增長，個人開支則較預期為高，都是向好跡象。另一邊廂，密芝根大學情緒指數，略低於市場估計，倒未算太令人意外。

美股估值靠科企 美匯短債孳息跌

整體而言，宏觀層面，平衡失業與通脹有其難度，鮑威爾並非危言聳聽，美元資產前景，繼續留意相關變化。隨著數據回穩，亦令美股三大指數回穩，暫可以此為參考，本周有望由早前整固後，反彈延續。



●鮑威爾最新減息發言，市場解讀為其憂慮美就業市場前景。 彭博

投資者當然明白，美股估值從來不便宜，但增長動力主要來自兩大方面，一是十多年來，打從金融海嘯起，量寬和超低利率環境加持多時，二來，更加關鍵的，當然是基本面有科企增長帶動。

其他參考指標方面，VIX 傾向維持現水平徘徊，而在減息預期下，美元兌主要外幣走低，以至美短債孳息走低，亦屬合理推斷。

(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。)

真實數據資產：數據資產入表價值最大化的有效路徑(三之一)

劉世平 美國人工智能科學院通訊院士、世界生產力科學院院士、吉貝克信息技術（北京）有限公司董事長



在數字經濟深度滲透實體經濟的當下，數據已從輔助性資源躍升為核心生產要素。2024 年 1 月，《企業數據資源相關會計處理暫行規定》正式實施，這標誌着「數據」首次擁有了與現金、存貨並列的「資產身份證」。數據資產入表不僅是會計科目的調整，更將成為重塑企業估值邏輯、重構金融風控範式、啟動數據要素市場活力的重要抓手。然而，數據資產入表在實踐中仍面臨「價值難落地」的核心挑戰。RDA (Real Data Assets，真實數據資產) 以真實、即時、可核驗的數據為「錨」，正在為解決這一難題提供可落地的創新方案。

國家戰略下必然選擇

從政策演進脈絡來看，數據資產入表已成為國家推動數字經濟發展的戰略選擇。自中國共產黨的十九屆四中全會首次將數據列為生產要素以來，頂層設計持續完善：2022 年 12 月發布的《中共中央國務院關於構建數據基礎制度更好發揮數據要素作用的意見》（「數據二十條」），明確提出「探索數據資產入表新模式」，從產權、交易、治理等維度為數據資產化鋪路；2023 年 8 月財政部印發的《企業數據資源相關會計處理暫行規定》，進一步細化操作路徑，明確符合條件的數據資源可分別確認為「無形資產」或「存貨」，並於 2024 年 1 月 1 日正式施行；2024 年國務院《「數據要素×」三年行動計劃（2024—2026 年）》更提出「到 2026 年數據產業年均增速超過 20%」，將數據資產質押融資列為重點工程。這一系列政策形成「頂層設計—制度落地—產業賦能」的完整閉環，標誌着數據資產入表已從理論探索進入實踐落地階段，成為數字經濟時代的必然趨勢。

提升企業財務狀況透明度

在傳統財務報表中，因未將數據資源納入核算範疇，數據資產的價值未能得到充分體現，導致企業真實財務實力被低估。而數據資產入表後，企業的數據資源通過規範化的會計處理以資產的形式清晰呈現於財務報表之上，使企業資產結構更趨透明：一方面，這使得投資者、債權人等利益相關者能夠更全面、準確地了解企業的資產規模和結構。他們可以清晰看到數據資產在企業總資產中的佔比，判斷企業在數字化時代的競爭力 and 發展潛力，從而做出更合理的投資和信貸決策。另一方面，增強了財務報表的可比性。不同企業的數據資產得以統一計量和披露，便於行業內橫向對比，有助於監管部門更有效地實施監督，規範市場秩序。數據資產入表為企業財務狀況的透明化搭建了橋樑，讓企業財務資訊更真實、完整地展現公眾面前，促進企業在更健康的市場環境中發展。

增強企業市場競爭力

數據資產入表能夠顯著增強企業的市場競爭力。在入表前，企業的數據資產價值未得到充分體現，難以在市場競爭中發揮其獨特優勢。入表後，數據資產作為企業的重要資源被清晰記錄，提升企業的資產規模和財務實力，在市場中樹立起更強大的形象，吸引更多合作夥伴與客戶。數據資產還為企業提供了精準洞察市場和客戶需求的能力。通過對海量業務數據的分析，企業能及時捕捉市場動態，提前布局產品研發和服務優化，快速回應客戶個性化需求，提高客戶滿意度和忠誠度。此外，數據資產入表促使企業更加重視數據的管理和應用，推動企業數據治理體系的完善，提升數據品質和安全性，進一步鞏固企業在市場中的競爭地位。憑藉數據資產的有效利用，企業能夠在激烈市場競爭中脫穎而出，實現可持續發展。

促進數據要素市場發展

數據資產入表為數據要素市場的蓬勃發展注入了強大動力。從市場交易層面來看，入表使得數據資產的價值得以明確量化，企業能夠更清晰地評估自身數據資產的價值，這為數據的定價提供了堅實基礎，讓數據交易更加公平、透明和高效。此前，數據交易因價值難以衡量而面臨諸多阻礙，如今入表政策推動下，交易活躍度有望大幅提升。在市場生態方面，入表政策激勵企業挖掘數據資產潛力，吸引更多市場主體參與數據要素市場。更多數據擁有者願意釋放數據，數據服務商能獲取更豐富的數據資源開展增值服務，形成良性循環。同時，數據資產入表促使數據品質提升，企業為提升數據資產價值，會加強數據治理，提高數據準確性、完整性和及時性，從而優化市場整體數據品質，推動數據要素市場朝着規範化、高質量方向發展，實現數據要素的高效合理配置。

推動企業數字化轉型進程

數據資產入表為企業數字化轉型注入了強大動力。在傳統模式中，企業數字化轉型常受限於資金、認知等因素，進展緩慢。而數據資產入表後，數據正式成為企業資產，這促使企業重新審視數據價值。一方面，數據資產入表引導企業加大在數據採集、存儲、管理等方面的投入，完善數字化基礎設施。企業會積極引入先進的技術和工具，提升數據處理能力，從而為數字化運營奠定堅實基礎。另一方面，數據資產入表推動企業業務流程數字化改造。企業以數據為核心，優化業務流程，實現數據驅動決策。各部門基於準確、即時的數據進行協同工作，提高運營效率和決策科學性。此外，數據資產入表增強了企業對數字化轉型的信心和決心，使其更積極地探索新的商業模式和業務機會，加速向數字化企業轉變，在激烈的市場競爭中佔據優勢，實現可持續發展。

(未完、待續)

美國經濟響起滯脹警鐘

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

供需衝擊的幽靈重現。美國經濟正面臨成長放緩與通脹升溫的雙重夾擊，近期數據顯示第二季度 GDP 修訂至 3.8% 年化增長，雖優於初估，但第一季度卻收縮 0.6%，顯示消費與投資動能減弱。勞動市場疲軟尤為明顯，夏季就業增長遠低於預期。失業率雖維持低位，卻掩蓋了結構性失衡。這種格局呼應供給衝擊模型的核心邏輯，如亞當·斯密後繼者們在總供給-總需求框架中所述，外部干擾如關稅壁壘扭曲生產成本，推升物價同時抑制產出。

歷史上，1970 年代石油危機即因 OPEC 供給限制，導致菲利普斯曲線崩潰，失業與通脹同步惡化，聯儲局貨幣工具失靈。今日情勢相似，八月 CPI 年增 2.9%，高於七月的 2.7%，關稅效應放大輸入性通脹，耶魯大學估計平均關稅率達 18.6%，長期壓抑 GDP 0.4%。

勞動市場存隱憂 通脹成頑疾

聚焦當地動態，美國勞動參與率徘徊於 62.5%，遠低於疫情前水平，移民限制進一步收窄勞力供給，導致工資壓力上揚，8 月核心 PCE 通脹達 3.1%，美國中央銀行預測年底維持此趨勢。製造業 PMI 七月跌入收縮區，服務業雖邊緣擴張，價格分項卻飆至 33 個月高點，企業調查顯示逾七成公司報告投入與產出成本齊升。供應鏈瓶頸未解，庫存調整加劇第三季壓力，有經濟分析師預期企業拋售關稅前囤貨，將引發新一輪價格波動。儘管第三季 GDP 估計達 3.9%，但這或為暫時反彈，標普環球指數下修全年成長至 1.9%，強調政策不確定性主導。聯儲局 9 月降息 25 基點，市場計價年底再降兩至三次，卻難掩供給面弱勢，有美媒評論此為「早期滯脹」徵兆，投資者轉向防禦資產。

投資市場尋求再平衡之路

時富金融研究部

上周國際市場在多重因素交織下呈現複雜走勢，美聯儲局政策預期的搖擺，美國經濟數據展現的韌性，以及地緣政治風險的再度升溫，共同主導了全球資產價格的波動軌跡。至於本周，周五即將公布的 9 月非農就業報告無疑是未來一周全球市場的關注焦點。數月前，美國勞動力市場出現明顯降溫跡象，成為聯儲局在 9 月議息會議上啟動減息周期的關鍵因素。

聚焦 9 月非農就業報告

然而美國上周初請失業金人數下降至近兩個月新低，顯示勞動力市場趨冷態勢有所緩和。這一變化暗示，自 5 月以來因貿易政策不確定性導致的企業投資與招聘意願收縮或已接近尾聲。若 9 月非農數據延續改善趨勢，將顯著削弱市場對短期內進一步快速減息的預期，促使聯儲局採取更為審慎和數據主導的政策立場。市場參與者須密切關注多位聯儲官員在非農數據公布前後的講話，以捕捉政策信號的微妙變化。

當前市場正處於政策預期調整、經濟基本面驗證與外部風險疊加的複雜環境。美國經濟韌性支撐美元與美債收益率，抑制過度減息預期，而聯儲局內部分歧與非農數據的臨近則加劇市場波動。貿易政策與地緣衝突升溫進一步推升避險需求，黃金走強反映市場對不確定性的對沖意願。投資者需在把握經濟數據主線的同時，高度警惕政策信號與地緣動態的演變，以應對潛在的市場再平衡與結構性風險。

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。