

4.25 厘銀色債券一石三鳥：惠長者、活資金、助基建

銘察秋 毫

香港特區政府再出銀色債券，今次不只是派息咁簡單，而是一項同時兼顧長者財富管理、政府融資及本港經濟發展的政策工具。面對息口周期轉向、銀行存款息率逐步回落，以及人口老化趨勢日益明顯，政府此時推出新一批銀色債券，可以說是恰逢其時。



陳漳銘

特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會負責人員牌照

政府8月6日公布，第十一批銀色債券目標發行額為500億元，視乎市場反應可酌情增加至最多550億元。債券年期3年，每手面值及認購價均為1萬元，每半年派息一次，息率與本地通脹掛鉤，但保證最低年息4.25厘。凡在2027年或之前年滿60歲，並持有有效香港身份證的香港居民，均可認購；每位投資者最高配發100萬元，即100手。值得注意的是，今批銀債並非單純老人定存替代品，而是基礎建設債券計劃下的零售部分。募集資金將撥入基本工程儲備基金，用於符合基礎建設債券框架的項目，政府亦會透過相關報告交代資金分配情況。換句話說，長者買銀債，取得穩定回報之餘，資金亦會轉化成香港基建投資。

規模500億其實有深意

500億元並不是一個小數目，但放在香港特區政

府整體發債規模及基建融資需要來看，仍屬於合理水平。2026至27年度政府計劃在可持續債券計劃及基礎建設債券計劃下合共發行約1,600億元債券，銀債最高550億元，只是其中一部分。更重要的是，銀債具有穩定而廣泛的零售投資者基礎。上一批銀債（2025年發行）目標500億元，最終發行額增加至550億元，吸引約37.18萬人認購，認購金額約982.27億元。換言之，政府並不是為發而發，而是有相當成熟的市場需求作支持。

4.25 厘保底息率值得關注

表面上看，4.25厘比上一批銀債3.85厘高40個基點，投資者自然覺得抵買；但真正重要的並不只是息率高低，而是利率周期。香港銀行同業拆息在過去一年已明顯回落。以7月下旬數據為例，3個月HIBOR約2.91厘，6個月約3.18厘，遠低於過去高息周期水平。同期政府5年期港元機構債券的平均接納收益率約3.09厘，7年期則約3.30厘；即使20年期政府債券，近期平均接納收益率亦約4.25厘。這意味着，一隻3年期、由香港特區政府發行、保底4.25厘、而且本金可以按原價提前向政府贖回的

零售債券，實際上是相當有競爭力的。

當然，銀債並非沒有代價。它沒有公開二手市場，如果投資者需要套現，不能像一般上市債券般在市場出售，而是要向政府要求提前贖回。不過，政府會以原價連同應計未付利息贖回，這個安排其實大幅降低了投資者最擔心的債券價格下跌風險。

今次銀債最適合的，並不是希望搏一鋪的投機者，而是重視本金安全、需要退休現金流、投資期限約三年，而且不希望承受股市大幅波動的長者。更值得肯定的是，政府發銀債其實正在做一件很重要的事情——把香港龐大的私人儲蓄，轉化成經濟發展的長期資本。香港人口老化，長者持有的金融資產規模龐大，如果這批資金只放在低息活期存款，對整體經濟的效應有限；現在透過銀債，把部分私人資金引導至政府基建項目，既讓長者獲得合理回報，又可以為政府提供另一個穩定融資渠道，這正是銀色經濟與金融市場結合的一個好例子。

而且，政府今年財政預算案已提出善用不同資金來源支持基建，包括把外匯基金部分投資收入轉撥至基本工程儲備基金，顯示政府正逐步建立多元化融資模式，而不是單靠傳統稅收及土地收入。

政府是否應該繼續發銀債？

銀債已經證明市場有需求，政府可以考慮把銀債由單純的退休投資產品，逐步發展成香港銀髮金融市場的旗艦產品。例如，未來可以考慮推出不同年期的銀債，包括2年、3年、5年甚至7年期，讓長者按退休現金流需要進行「債券梯子」配置；亦可以研究

把部分銀債與特定基建、醫療、安老及民生項目掛鉤，讓投資者更清楚知道自己的資金去了哪裏。更進一步，政府亦可以鼓勵銀行及券商圍繞銀債建立退休理財服務，包括現金流規劃、債券組合、年金及低風險基金，將銀債變成一套完整的退休金融生態。

總的來說，今次銀債4.25厘的吸引力，要放在整個利率周期及資產配置環境中理解。當港元利率逐步回落，4.25厘的三年期保底回報，對保守型投資者而言確實具有相當吸引力。更重要的是，銀債不只是長者買債，而是香港特區政府在探索一種新的公共財政與金融市場連接模式：政府提供信用，長者取得回報，資金支持基建，金融業拓展銀髮市場，香港經濟得到長期資本。一項政策可以同時做到這幾件事，值得政府繼續做，而且做得更大、更精準、更市場化。銀債的真正含金量，不只是4.25厘，而是把銀髮財富變成香港發展資本。這才是今次銀債最值得肯定的地方。



●特區政府銀色債券，旨在為年長市民提供安全可靠、低風險、且具穩定回報的投資選項。

港期貨市場：大國博弈下全球多頭基金的風險緩衝墊(二之一)

莊煒 香港中資期貨業協會副會長、海通國際副主席、行政總裁



地緣變局下的全球多頭基金配置挑戰

在當前全球地緣政治格局加速演變、大國博弈日趨動態化的背景下，全球主權財富基金、公共養老金、大學捐贈基金等配置型多頭基金（Long-only Funds）正經歷着數十年來最為複雜的宏觀配置困境。

從資產配置的底層邏輯來看，中國作為全球第二大經濟體及第二大債券市場，其資產在存續期管理、無風險收益率溢價以及與西方主要資產類別的低相關性上，依然具備不可替代的戰略價值。全球機構投資者並非在尋求粗暴的「脫鉤」，而是在風險管理及合規框架下，更精準地降低相關風險。

然而，跨國監管環境日益複雜、地緣制裁潛在的尾部風險，以及資金跨境流動面臨的限制，使得長線投資者對直接增加中國內地資產持倉保持審慎。這種「配置需求」與「合規顧慮」之間的結構性矛盾，迫切需要一套既能有效反映中國資產回報、又符合西方主流機構法律及清算標準的離岸緩衝機制。香港期貨市場近年來以涵蓋「股、債、匯」的標準化衍生品工具體系為核心，正逐步完成從傳統「資本中轉站」向「全球離岸風險中樞」的演進，為全球資金打造了一座關鍵的風險制度緩衝機制。例如，5年期中

國國債期貨近日於香港上市。中國證監會主席吳清在香港出席上市儀式時表示：「國際投資者持有中國債券規模達3.2萬億元人民幣，利率風險管理需求日益增強」；「國債期貨能為國際投資者提供便捷高效的利率風險管理工具，幫助外資更放心持有中國債券資產」。

一、隔離牆效應：

現金結算重構離岸與在岸的風險邊界

在傳統跨國資產配置中，衍生品的對沖效率往往受制於底層現貨市場的交割約束。對於全球「長錢」而言，參與內地實物交割型國債期貨的最大痛點，在於交割環節夾雜的制度與地緣政治風險。實物交割模式在微觀結構上存在三重不可忽視的痛點：首先是託管賬戶的跨界合規審查，境外主權或公募資金在內地開立託管賬戶，需承受雙重監管框架的穿透式審查與高昂合規成本。其次是現

券借貸與流動性壓力，交割日若遇市場極端單邊行情，在岸現券借貸市場可能出現流動性枯竭，導致交割違約風險。最後是跨境資金匯兌的政策摩擦，實物交割伴隨頻繁資金跨境調撥，極易觸發跨期資本流動審慎監管與外匯結算延遲。

近日港交所推出的中國國債期貨（離岸人民幣結算）及相關股指期貨（美元/港元結算）全面採用現金結算機制，實現了合約風險敞口與實物託管的徹底分割。所有合約的保證金繳納、盯市及結算完全在香港交易所集中清算所（HKCC）內部完成，嚴格適用香港普通法體系。投資者無需在內地開立任何債券或證券託管賬戶。現金結算的價格指數嚴格錨定內地現貨市場真實交易價格，同時免去了現貨債券產權的跨境交割與劃轉，將資金結算與對沖風險完全保留在離岸體系內。（待續）

在岸實物交割與港交所離岸現金結算機制對比

對比維度	中金所 (在岸實物交割模式)	港交所 (離岸現金結算模式)
託管與賬戶要求	需開立在岸債券/證券託管賬戶	僅需離岸期貨交易與清算賬戶
交割履約機制	實際劃轉可交割國債現券	依據在岸價格指數進行現金差額結算
資金匯兌路徑	涉及頻繁的資本跨境匯入匯出	資金與保證金完全保留於離岸市場
適用監管體系	在岸金融監管體系	香港普通法及港交所集中清算規則

模型主權、Token經濟學與區塊鏈新機遇(四之三)

梁淨明 HashKey Capital研究員

加密演義

本欄今期將集中探討開源模型與區塊鏈基礎設施的發展機遇。

開源模型的重要意義，在於降低企業對單一模型供應商的依賴。當一家機構能夠直接獲取模型權重時，其模型能力便不再完全受制於供應商的出口許可、API突然下線、價格調整或政策變化等外部因素。企業可以在自主控制的基礎設施上、於自行選擇的司法轄區內部署模型，並將主要成本集中於算力支出。

如今，開源模型的發展速度與性能表現，也足以證明其價值，而不僅僅是作為閉源模型的替代方案。根據Artificial Analysis的Intelligence Index，智譜（Z.ai）的GLM-5.2成為首個躋身該榜單綜合排名前十的開源權重模型；而Moonshot的Kimi K3（預計將於本月底開源模型權重）得分更高，已達到與Claude Opus 4.8相當的智識水平。開源權重模型已不再只是「預算有限時的選擇」。

對於具備自託管能力的團隊而言，它正逐漸成為兼具模型自主權與競爭力的優選方案，同時能夠提供與前沿閉源模型相近的智能水平。

不過，開放模型權重雖然降低了企業對專有API的依賴，使其能夠在自主控制的基礎設施上部署模型，但並未從根本上消除對晶片、數據中心和雲服務提供商的依賴。在這一背景下，區塊鏈基礎設施的重要性開始凸顯，其價值主要體現在，通過去中心化協調機制提供開放的算力供給、支持可編程支付，並構建不可篡改的可驗證紀錄，從而緩解人工智能基礎設施層面的關鍵瓶頸。

下文將進一步探討區塊鏈基礎設施如何在人工智能價值鏈的不同環節降低外部依賴，並幫助企業構建更加安全並具有韌性的人工智能發展戰略。

應對算力瓶頸的加密方案

Aethir、io.net和Akash等去中心化算力網絡，正嘗試通過代幣激勵機制協調分散的獨立GPU運營商和數據中心參與算力供給，並利用智能合約完成資源結算。與傳統雲服務模式不同，在這一體系中並不存在掌握平台控制權的單一中介機構，且不存在任何一家公司擁有將某用戶或某地區排除在平台之外的權力，這也有助於形成更具競爭性的市場定價機制。

以io.net為例，其將來自獨立數據中心、加密礦工及其他供應商的分散GPU算力整合為按需調用的AI訓練集羣。平台通過實時監測算力資源，根據GPU硬件規格、地理位置和網絡連接狀況進行智能匹配，利用Docker統一軟件運行環境，並結合基於Ray的模型編排框架和安全Mesh網絡，實現算力調度優化、降低冗餘風險，並支持大規模分布式訓練。

音樂AI公司Wondera採用io.net的分布式算力訓練三款自研音樂AI模型，總計使用超過55.2萬GPU小時，成本約為124萬美元；若採用傳統雲計算平台，同等訓練任務預計需花費約372萬美元。這意味着其訓練成本降低了約66.7%。

對於參數規模約為10億至300億的模型而言，一個由企業級GPU組成的小型算力集

群通常就足以完成開源權重模型的微調。因此，去中心化算力網絡的價值並不在於訓練最先進的前沿模型——這一目標目前仍難以實現——而是在避免算力獲取受限、長期合同綁定以及高昂算力成本的前提下，幫助企業構建足以滿足特定業務需求的模型。

解決數據訪問隱私問題的加密方案

目前，大多數大模型服務商在面向個人用戶的付費版本中，通常會默認收集用戶的提示詞、上傳內容和對話數據，並將其用於模型再訓練和能力優化，除非用戶主動選擇退出相關數據使用機制。當員工通過這些產品處理工作內容時，企業的源代碼、財務模型和客戶數據都有可能進入模型提供商的訓練流程，從而帶來商業機密洩露的風險；更值得關注的是，這些模型提供商未來甚至可能成為企業的競爭對手。

雖然企業版和API服務通常會通過合同約定，不將客戶數據用於模型訓練，但這一保護仍依賴於企業所選擇的服務方案、系統配置以及對未經IT部門批准的工具和系統使用的有效管理。三星2023年源代碼洩露事件，正是這一風險的典型示例。

因此，去中心化AI的價值，並不僅僅在於阻止模型使用用戶數據進行訓練，更重要的是可用驗證的技術機制取代基於合同的信任。加密技術和可信執行環境能夠在數據處理過程中提供保護；零知識證明可以驗證計算過程是否按預期執行；區塊鏈則負責記錄這些證明，並協調多個獨立節點共同完成計算。（待續）

以體系化協同為抓手 香港金融市場再迎新紅利



許小哲博士
重慶市政協委員
就是敢言執行主席

8月3日，港交所正式推出離岸首隻5年期人民幣國債期貨，中國證監會主席吳清公布以「五大協同」為框架的一攬子惠港新政，兩件事同天落地，標誌兩地合作已升級為覆蓋融資、產品、風險對沖、中介、監管標準的完整資產服務體系，務實補齊香港作為全球配置中國資產平台的短板。過往市場談香港角色，多聚焦內地企業赴港IPO融資。數據可見，2024年至今已逾270家內地企業完成境外上市備案、在港集資逾6,500億港元，內地企業佔港股市值約八成、成交九成，融資通道基礎早已成熟。然而單純上市遠不足以留住長線國際資金，外資持有股票、債券後，欠缺本土對沖工具，產業指數與統一披露標準，資金往往快進快出。今次發布的「五大協同」正是彌補短板的實務工具與制度配套。

「五大協同」助完善香港體系

功能協同有助於打通雙向融資循環，服務新質產業。一邊是持續優化境外上市備案流程，便利先進製造、科創、綠能企業利用香港對接全球資本；另一邊明確支持合資格港股回內地上市、港企赴內地發債，打通兩地資本互流渠道。監管亦同步推進人民幣股票櫃台、REITs納入滬深港通，拓寬兩地市場互聯互通邊界，讓香港不只是內企融資窗口，亦是兩地企業共享雙市場資源的中轉平台。

產品協同是本次新政極具落地價值的一環。港交所5年期國債期貨填補離岸利率對沖空白，解決外資配置中國債券無工具管理利率波動的長期難題，健全國債收益率曲線，夯實香港全球離岸人民幣中心地位。後續還會擴充人民幣計價期貨品種；兩地指數公司聯合開發產業主題指數，ETF實施快速註冊通道，以指數做資產分類、ETF做批量配置、期貨做風險保護，搭建一套國際投資者易於理解、操作完備的中國資產投資工具箱，提升長線配置意願。

生態協同則有利於機構與人才雙向流動，培育本土國際中介力量。資產出海離不開配套金融機構支撐。新政支持內地券商、資管以香港為橋頭堡出海拓國際業務，打造具全球競爭力的本土投行與資管機構，改變過往中國資產國際服務依賴外資中介的局面。同時放寬兩地從業資格互認簡化程序，香港證券從業人員可便捷取得內地執業資格，培育兼具內地產業認知與國際市場經驗的複合型人才，長遠優化香港金融產業生態。

監管協同方面，開放前提是可控監管。大量新能源、生物醫藥、人工智能及新消費賽道的新興企業與行業龍頭相繼在港交所上市。面對這些前沿賽道的爆發式增長，兩地監管機構在推進高水平對外開放的同時，已將審查焦點從過去的「形式合規」全面轉向對新質生產力的「實質風險防控」。兩地監管機構將強化雙邊、多邊聯動，完善跨境資金監測、執法協查機制；同步啟動兩地上市公司可持續披露試點，對接國際ESG敘事邏輯，降低內企海外溝通成本；針對AI、區塊鏈等金融科技開展監管經驗互鑒，平衡創新試行與跨境風險防控，做到開放不放鬆監管。

在治理協同方面，聯手參與國際規則制定，提升金融話語權，意在借助香港國際化平台輸出市場實績。兩地聯合參與全球金融標準打磨、規則銜接互認，把內地資本市場發展經驗與香港成熟離岸運作模式結合，還可聯手向中東及東盟市場輸出金融標準，核心在於將內地的綠色低碳、數字貨幣等新興產業優勢，與香港成熟的離岸金融基建及「一帶一路」沿線國家的金融架構深度融合。通過推進具體機制，將互聯互通經驗轉化為兩大新興市場的通用國際標準。同時，完善全球資產配置、衍生品、可持續披露通用標準，提升我國在全球金融治理、資產定價體系中的參與度，令香港成為國家金融開放參與國際規則博弈的前沿節點。

港須持續用好政策紅利

從業界的反應表現，大家都一致看好，認為整套政策非短期刺激行情的短效舉措，全屬制度性、基礎性長遠布局。當下區域金融競爭加劇，香港的獨特優勢不在單純自由市場，而在同時連通內地龐大資產供給與全球多元資金需求。從上市融資，到指數ETF、利率期貨風險工具，再到中介、人才、監管標準配套，「五大協同」有助於合力搭建完整「中國資產離岸運作系統」。未來香港只要用好兩地政策協同紅利，持續完善人民幣全鏈條產品、強化跨境監管合作、培育本土國際金融機構，便能脫離單純融資平台定位，升級為全球資產配置、離岸人民幣交易、國際金融規則對接的綜合樞紐，在服務國家高水平金融開放同時，鞏固自身國際金融中心的長遠競爭力與市場韌性。

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。