

中國金融體系迎來一場戰略性增資

銘察秋 毫

9月6日，中國金融市場迎來一項頗具分量的政策行動。工商銀行、農業銀行、中國進出口銀行、中國出口信用保險公司，以及中國人保、中國人壽、中國太平、中國再保等8家中央金融企業同步公布增資計劃，合計擬增資不超過3,600億元（人民幣，下同）。其中，國家財政部將透過發行3,000億元特別國債提供資金，中國煙草總公司及相關子公司則出資600億元。這是繼2025年財政部發行5,000億元特別國債、支持中行、建行、交行及郵儲銀行補充核心一級資本後，新一輪中央金融企業資本補充行動。



陳淦銘

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

值得注意的是，今次行動的覆蓋面明顯擴大。上一輪主要針對大型國有銀行，而今次首次把政策性金融機構及大型國有保險企業納入同一輪資本補充框架，形成「銀行+政策性金融+保險」三位一體的金融安全網。具體而言，工行擬增資不超過1,000億元，農行不超過1,600億元；進出口銀行及中國信保合計400億元；四家國有保險機構合計600億元。表面看，這是一場補充資本金的財務操作，但更深層而言，反映中央對金融體系未來數年發展的前瞻性部署。

為金融機構加厚安全墊

核心一級資本，可以簡單理解為金融機構真正可以用來吸收損失的自有本錢。銀行資產規模越大、

承擔的信貸及市場風險越多，便需要更厚的資本作為緩衝。對工行、農行這類全球系統重要性銀行而言，資本實力不單是監管指標，更直接關係到其未來擴大信貸、支持重大項目及參與國際金融競爭的能力。當前中國銀行業正面對息差收窄、貸款需求結構轉變及盈利增長放緩等壓力。大型國有銀行雖然資產質量整體穩健，但單靠留存盈利補充資本，速度始終有限。

筆者認為今次注資更像是未雨綢繆，中央在金融體系仍然保持穩定的時候主動加固，而不是等到金融機構出現資本壓力才被動救火。

為經濟轉型提供金融承載能力

中國經濟正在由傳統房地產及基建驅動，轉向高端製造、科技創新、綠色轉型、民營企業及新質生產力等領域。這意味着金融機構未來需要承擔更加複雜、更加長期的資本配置任務。增加核心資本，便等於提高銀行做大資產負債表的能力。換言之，

3,600億元本身並不是政策的終點，而可能成為金融機構進一步擴大信貸和投資能力的槓桿支點。市場已有分析認為，資本補充後可能帶來數倍於注資額的資產擴張空間。

而政策性金融機構的加入，則具有更加明顯的戰略意味。進出口銀行和中國信保可以利用更強的資本實力，支持中國企業走出去、出口信貸、海外工程及跨境投資，實際上是為中國高水平對外開放提供金融基礎設施。

保險業被納入值得市場留意

今次中國人壽、中國人保、中國太平及中國再保首次整體納入中央財政主導的資本補充安排，意味着中央對金融安全的理解已經不再局限於「銀行不能出問題」。保險公司一方面是風險承擔者，另一方面也是長期資金的重要提供者。資本實力提升後，保險公司可以提高承保能力及風險承受能力，同時有條件增加長期資金配置，進一步發揮金融市場穩定器作用。換句話說，中央正在把銀行、保險、政策性金融機構放進同一個金融戰略框架之中。

金融國際競爭力加固工程

未來全球金融競爭，已不只是比較GDP或者銀行資產規模，而是比較金融機構的資本實力、風險承受能力、全球資源配置能力以及危機時的政策協調能力。工行、農行等大型銀行本身已是全球資產規模最大的金融機構之一。如果資本實力進一步增厚，它們便有更大能力參與跨境融資、人民幣國際化、「一帶一路」項目，以及全球資產配置。政策

性金融和保險企業同步強化，則可以形成從銀行融資、出口信用、保險保障到再保險支持的完整金融鏈條。

這對香港同樣具有重要意義。香港是國際金融中心，也是內地金融機構連接全球資本市場的重要窗口。中央金融企業資本實力增強，長遠有利於增加人民幣資產的國際吸引力，亦有助香港在離岸人民幣、跨境投融資、財富管理及風險管理方面發揮更大作用。

因此，今次是中央在經濟轉型、金融市場改革及全球金融競爭新格局下，提前為中國金融體系「加槓桿、加資本、加安全邊際」。金融是現代經濟的血液，而資本就是金融體系的「血紅蛋白」。在全球經濟不確定性上升、國際金融競爭加劇的背景下，中央此時主動為核心金融機構補充資本，釋放的最重要信號並非金融有危險，恰恰相反，是要確保中國金融體系有足夠的底氣迎接下一階段更大的經濟轉型與全球競爭。



●8家中央金融企業獲增資，有分析指出，長遠有利香港離岸人民幣市場。 資料圖片

GPU算力金融化產業鏈全景(四之三)

李阿婷 HashKey Capital研究員

加密演義

本欄就GPU算力金融化產業鏈的分析進入「參與者採用哪四種方式參與」部分。

一個小市場 四種參與方式

在這個還很小的市場裏，最矚目的現象是：最激進的幾家玩家，已經把金融鏈條的好幾個環節一手掌握住——有的是一家既發指數、又當結算基準、還做實物交割，有的乾脆把現貨、指數和做市連成一個閉環。但不是每家都這麼鋪。把市場裏的玩家拆開看，他們各自用什麼方式參與差別其實很大：有人自營鋪開多層、有人靠投資持股串起來、有人只做一層做深、有人把老本行的能力平移過來。這四種「打法」決定了各自的集中度、風險和護城河。

四種打法裏，垂直整合者和資本布局者集中度最高、最值得盯；單點專精者是市場的底層環節；能力平移者則解釋了為什麼這個新市場的早期骨架幾乎全是老玩家搭的。

（一）垂直整合者：自營佔多層、自建閉環。最激進的打法，是一家把鏈條的好幾個環節自營佔住。Compute Desk從「價格怎麼定」到「按什麼結算」（結算基準）再到「怎麼交割實物」（ComputeConnect EFP）全掌握在一手，是率先把價格觀測一路做到實物交割的玩家——效率極高，但定價、結算、交割同體，利益衝突的口子也最大。CoreWeave縱向上同時是最大的新雲和最大的GPU抵押借款方，選用「SPV+客戶合約+投資級評級」跑出了GPU抵押債的估值範式，後來者都拿它當參照——它一邊掌握着GPU的實物供給，一邊定義這類債怎麼估。

Compute Labs把整合玩到極致：GPU代幣化（現貨）+融資撮合+在建GPU ETF/指數/永續/借貸，一家橫跨現貨、指數、衍生品和融資。這類玩家能加速市場自舉，但也讓最關鍵的節點高度掌握在單一主體手裏。

（二）資本布局者：不自營，靠投資和治理串聯。DRW是另一種極致。它不自己跑現貨、也不自己編指數，而是投資入股了現貨平台Compute Exchange和指數商Silicon Data，自己直接做的只有衍生品做市；再加上Carmen Li同時是這兩家的CEO，數據、現貨、做市三點靠「投資+治理」連成閉環。

它的集中不是靠運營多層，而是靠資本布局和信息優勢——握着指數和現貨的一手信息，做市時天然佔先。驅動這套布局的，是DRW創始人Don Wilson的判斷。他有將新市場帶入主流의完整履歷——DRW是最早規模化為加密貨幣做市（旗下Cumberland）、並把VIX期權等新品類帶入主流的自營巨頭之一。他公開斷言：未來十年花在算力上的總金額將超過花在石油上的總金額，算力將取代石油成為「當下最大的商品」。換言之，DRW並非在押注一個利基衍生品，而是在按「下一個萬億級大宗商品」提前布局資本：先佔住數據與現貨的關鍵股權，再在衍生品上做市，待市場放量時，它既是流動性提供者、又是底層數據的所有者。這套打法效率極高、卡位極準，但也是全篇「集中度與利益衝突」擔憂最集中的現實樣本。

（三）單點專精者：只做一層、做深。不

是每個玩家都想鋪開。Ornn專做真實成交的價格指數、CME/ICE專做交易所和清算、Jump/Wintermute/FalconX專做做市——它們只佔一層、做深，反而成了別人離不開的底層環節。單點專精者的護城河是專業度和網絡效應，風險最低，但也最怕「自己這層被垂直整合者吞掉」。

（四）能力平移者：把老本行搬進算力。還有一類的參與方式，是把在別處已經練成的能力直接平移過來：CME平移的是清算牌照和合約治理、FalconX平移的是數字資產主經紀、Paxos平移的是穩定幣結算、DRW/Jump平移的是做市和風控履歷。對它們來說算力只是個新標的，進場成本低、速度快——這也是為什麼這個新市場早期的骨架幾乎全是傳統金融和加密的老玩家搭起來的。

傳統做市巨頭「未入場」

做市是目前最活躍的一個環節。已入場/據報道入場的做市方有一個共同點：它們均為擅長將新市場帶入主流的自營/加密做市商，而非傳統期貨做市巨頭。為什麼是它們？三點共性：其一它們具備「將早期、缺乏流動性、且常處於鏈上的市場培育起來」的經驗與風險偏好——當前算力交易大量發生在crypto原生場所（Architect AX永續、Polymarket），正是其擅長的領域；其二它們規模更小、更敢於下非對稱賭注，押注一個「可能變得極大」的新品類；其三創始人主導、能作出信念型投資（DRW同時投資數據與現貨即為例）。

（待續）

數據言行參差 看金價見端倪

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

隨着日圓於7月底8月初干預時一度出現高位，其後再明顯轉弱，完全抵消干預利好，甚至額外多跌，上周又再見干預跡象，日圓一度轉強，美債孳息率連日向上之後，現水平似見緩和。

日本央行也好，美國財政部也好，對直接穩住日圓以至美債價格（間接穩住美債孳息率），有共同利益。如放任給日圓及美債價格急跌，孳息率攀升，美國債台高築，百上加斤，應付不來。

出錢出力之外 口術亦無不可

市場人士多少已理性預期，美日官方遲早再出手，就算不出手，起碼出口術，時機上剛好如近日所見，日圓把7月底8月初干預時升幅抵消，便再進行，起碼發言。

能否扭轉外界預期，已非美日官方所能完全控制。說到底，日圓回復跌跌不休，官方不出手不出口，外界大舉來犯，跌勢更急，拖累美債急跌，美債息急升。

對美國財政部干預，外界聽其言亦觀其行。是否出錢出力，抑或純出口術，最終可憑各樣數據，跟事件時序以至相關市場價量變化，得知大概。

當然，數據收集公布滯後，輕舟已過萬重山，最重要還是干預有人相信，市場人士真金白銀，比官方銀彈更有力，因涉及信念，以及隨後的自我實現預言。



●投資者普遍關注即將公布的美國經濟數據及美聯儲官員言論。 資料圖片

官方干預真正重要性在嘗試改變預期，期望管理是否成功，視乎外界如何看待相關行動可行性，以至其他參與者反應。

短線參考7月底8月初干預水平

短期內，以時機判斷，7月底和8月初干預前後，作後市新干預參考，日圓跌至當時水平，美債孳息率升至當時水平，就算官方未有行動，也惹來投資者自保反應。

但，一日未回到上述水平，反過來說，投資者亦放膽押注，直到接近上述位置為止。

即市部署而言，日圓和美債息現水平徘徊，尤其美國經濟數據所見，方向解讀頗參差，9月加息預期變化敏感，難免忽上忽落。

不難發現，即市行情每多跟當時經濟數據公布以至美聯儲官員言論有關。本欄一直認為，對幣策解讀，金價有高參考價值。近期看來，正是如此。

議息前圍繞現金金4400而行

主席沃什一篇正常不過符合央行傳統的發言，外界解讀成鷹派，金價三兩下子連跌穿每盎司4,600美元及4,500美元兩大關，可見一斑。同樣道理，聯儲局公布褐皮書及央行官員取態報道，馬上低位反彈。上周五所見，非農新增職位大幅高於預期，馬上把樂觀情緒沖淡。

說到底，離不開幾個月重大區間3,900至4,400美元之參考，短期內，一眾令市場神經緊張的數據言行，來來回回，仍是4,400美元水平作測試！

由現在到美聯儲議息前，數據以至央行官員態度轉變，難免誇張放大，終反映在加息預期忽上忽落，對金價有如隨機震盪，但4,400美元仍是關鍵所在。

（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。）

從TLT走勢看白宮與聯儲局的政策博弈

黃偉棠

寰宇大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

近期全球金融市場的焦點，集中在美國長期國債的劇烈波動與通脹预期的反覆。追蹤二十年期以上美債的代表性基金TLT價格長期處於低位，清晰反映出投資者對高利率與通脹黏性的深層擔憂。在金融邏輯中，國債價格與收益率呈反向走勢，TLT持續低迷，說明市場早已提前消化利率長期居高不下的風險。

儘管整體通脹自高位回落，但核心服務業與就業市場的強大韌性使物價依然頑固，導致原本市場熱切期盼的減息預期一再推遲。這種長期維持的高利率環境，不僅直接推升了整個金融體系的無風險收益率門檻，更實質性地壓抑各類風險資產的估值空間，長期資金對通脹復燃的戒心已充分反映在資產定價之中。

壓力來源：美債困局

深入分析美債困局，大部分核心問題源自聯邦政府龐大的債務規模。財政赤字持續擴大，迫使財政部大規模發行新債籌資。但在高利率環境下，新發行債券需要承擔極高借貸成本，政府每年淨利息支出已突破萬億美元，對其財政預算會造成更多沉重的排擠效應。而最重要的是，當前債券供應量已逐漸超出全球市場自然吸收的能力。面對持續湧入市場的天量新債，國際投資者自然會要求更高的期限溢價與風險補償，進一步被動推高美債收益率。這使美國陷入微妙的兩難困境：貨幣當局越是維持高息以壓制通脹，政府財政的利息負擔就越發沉重，市場對其主權債務長期可持續性的擔憂也隨之升高。

隨着美國中期選舉逼近，宏觀利率政策迅速演變為高度敏感的政治籌碼。為爭取選民支持，特朗普陣營勢必傾向追求寬鬆的經濟環境與較低利率，希望藉此刺激股市表現與大眾消費熱潮。在選情壓力下，政治人物很可能透過公開言論或人事任命，向貨幣決策機構施加強實性壓力。但聯儲局的首要法定職責是維護物價穩定與保障央行決策的獨立性。若為了迎合短期選舉利益而過早放鬆銀根，不僅會讓此前抗通脹的艱辛努力功虧一簣，更會嚴重打擊央行在國際金融體系中的公信力。白宮的政治訴求與央行的專業堅持之間形成強烈拉扯，使未來利率路徑充滿政治與經濟交織的變數。

港企須避免依賴美元債

這場圍繞通脹、巨額債務與政治周期的角力，將持續牽動全球資本市場的神經。若聯儲局頂住政治壓力維持高息，雖能抑制通脹，但長期高昂資金成本將不可避免地侵蝕企業利潤，並增加經濟硬着陸的風險；若政策被迫過早轉向，短期或許能帶來市場狂歡，但長期代價將是物價失控與美元信用進一步透支。面對這種高度的不確定性，企業管理層應保持高度審慎。在資本管理上須客觀評估長期融資成本，避免過度依賴美元低息債務；同時，香港特區亦應持續發揮國際金融樞紐的獨特優勢，深化多元融資渠道與跨境資產配置能力，從而穩步抵禦外部市場政策急轉彎所可能帶來的流動性衝擊。



●隨着美國中期選舉逼近，宏觀利率政策變為高度敏感的政治籌碼。圖為白宮。 資料圖片

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。